

**VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA**

KATEDRA PODNIKOHOSPODÁŘSKÁ

Oceňování výrobního podniku

Valuation of the Manufacturing Enterprise

Student: Bc. Barbara Kubíková
Vedoucí diplomové práce: Ing. Pavlína Křibíková

Ostrava 2011

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Barbara Güntherová**
Studijní program: N6208 Ekonomika a management
Studijní obor: 6208T020 Ekonomika podniku
Specializace: 00 Ekonomika podniku
Téma: **Oceňování výrobního podniku**
Valuation of the Manufacturing Enterprise

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Teoretická východiska při oceňování podniku
 3. Představení výrobního podniku
 4. Aplikace zvolených metod oceňování na daný podnik
 5. Zhodnocení výsledků
 6. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179529-1.
MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění-základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002. 216 s. ISBN 80-247-0125-1.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Pavlína Křibíková**

Datum zadání: 25.11.2011
Datum odevzdání: 27.04.2012



Ing. Josef Kašík, Ph.D.
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně.
Přílohy č. 1, 2 a 3 jsou zpracovány na základě podkladů účetní uzávěrky firmy MSA, a.s.

Dne 27. dubna 2012

.....

Bc. Barbara Kubíková

Touto cestou bych ráda poděkovala vedoucí diplomové práce Ing. Pavlíně Křibíkové za čas, pomoc a trpělivost.

OBSAH

1	Úvod.....	7
2	Teoretická východiska při oceňování podniku.....	9
2.1	Základní pojmy oceňování	9
2.2	Hodnota podniku	10
2.3	Účel ocenění podniku	12
2.4	Postup při ocenění.....	12
2.4.1	Sběr vstupních dat	13
2.4.2	Strategická a finanční analýza	13
2.4.2.1	<i>Strategická analýza</i>	13
2.4.2.2	<i>Finanční analýza</i>	16
2.4.3	Finanční plán	23
2.4.4	Základní metody ocenění	23
2.4.4.1	<i>Výnosové metody</i>	24
2.4.4.2	<i>Majetkové metody</i>	28
2.4.4.3	<i>Tržní metody</i>	29
2.4.5	Fázové metody	30
2.4.6	Volné peněžní toky (FCF)	31
2.4.7	Náklady kapitálu	32
2.4.7.1	<i>Náklady na celkový kapitál WACC</i>	33
2.4.7.2	<i>Náklady na vlastní kapitál</i>	33
3	Představení výrobního podniku	36
3.1	Profil společnosti.....	36
3.2	Produkce společnosti	37
4	Aplikace zvolených metod oceňování na daný podnik.....	39
4.1	Strategická analýza podniku	39
4.1.1	Analýza makroprostředí	39
4.1.2	Analýza mikroprostředí.....	42
4.2	Finanční analýza podniku	44
4.2.1	Analýza poměrových ukazatelů	44
4.2.1.1	<i>Rentabilita</i>	44

4.2.1.2	<i>Zadluženost</i>	46
4.2.1.3	<i>Likvidita</i>	47
4.2.1.4	<i>Aktivita</i>	49
4.2.2	Souhrnné modely	50
4.2.2.1	<i>Altmanovo Z-score</i>	50
4.3	Finanční plán	51
4.3.1	Plánovaný výkaz zisku a ztráty	51
4.3.1.1	<i>Plán tržeb</i>	51
4.3.1.2	<i>Plán výnosů</i>	52
4.3.1.3	<i>Plán nákladů</i>	52
4.3.2	Plánovaná rozvaha	53
4.3.2.1	<i>Plán pracovního kapitálu</i>	54
4.3.2.2	<i>Plán aktiv</i>	54
4.3.2.3	<i>Plán pasiv</i>	55
4.4	Ocenění metodou účetní hodnoty	56
4.5	Dvoufázová metoda	56
4.6	Metoda diskontovaných peněžních toků DCF – entity	56
4.6.1	Stanovení FCFF	57
4.6.2	Stanovení WACC	59
4.7	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	61
5	Zhodnocení výsledků	63
6	Závěr	66
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	67
	Seznam zkratk	69
	PROHLÁŠENÍ O VYUŽITÍ VÝSLEDKŮ DIPLOMOVÉ PRÁCE	
	SEZNAM PŘÍLOH	

1 ÚVOD

Významnou oblastí finančního řízení firem je problematika oceňování. Problematika oceňování nabývá na významu především v souvislosti s transformací vlastnických vztahů, s fúzemi a akvizicemi, s rozšiřováním trhů atp.

V České republice patří oceňování podniku k tématům vysoce aktuálním. V době centrálně plánované ekonomiky, kdy byl jediným vlastníkem podniku stát, nebylo třeba znát jeho hodnotu. V přechodu od plánovitého hospodářství k tržní ekonomice vznikla potřeba stanovit hodnotu podniku. V době tržní ekonomiky, která dnes ve světě vládne, je znát hodnotu společnosti stále nezbytné, především z důvodů fúzí, rozdělování podniků, jejich sanace či likvidace. Ekonomická celosvětová krize v posledních letech zasáhla i do oblasti oceňování podniků a jejich hodnoty.

Účelem ocenění podniku je především stanovení hodnoty podniku a zabývá se podnikem jako zbožím, určeným ke směně. Neexistuje však žádné obecně platné a správné ocenění. Výsledek samotného ocenění je totiž závislý na řadě faktorů, především na účelu ocenění, zkušenostech odhadce, na kvalitě dostupných informací atp.

Cílem diplomové práce je zjištění hodnoty vybraného výrobního podniku MSA, a.s. k 1. 1. 2011 pomocí zvolených metod ocenění, především pomocí výnosové metody DCF-entit a metody kapitalizovaných čistých výnosů. Jako doplňková metoda je použita metoda účetní hodnoty podniku. Samotnému ocenění podniku pak bude předcházet analýza mikroprostředí a makroprostředí podniku a analýza finančního zdraví podniku.

Práce bude rozdělena do tří hlavních částí. V první části budou z prostudované literatury vymezena teoretická východiska. Budou definovány základní pojmy ocenění, postup, který bude při ocenění používán a také jednotlivé metody ocenění.

V části představení výrobního podniku bude představen podnik MSA, a.s. a jeho základní charakteristiky.

Na základě poznatků, popsanych v části teoretických východisek, budou aplikovány zvolené metody oceňování na konkrétní podnik. Nejprve bude provedena podrobná analýza finančního zdraví a okolí podniku, na základě kterých bude sestaven finanční plán a provedeno samotné ocenění podniku MSA, a.s.

V poslední kapitole budou výsledky dosažené jednotlivými metodami zhodnoceny a bude určena hodnota podniku.

2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Hlavním účelem kapitoly teoretická východiska při oceňování podniku je vymezit základní pojmy a metodologii oceňování podniku. Na začátku kapitoly jsou vymezeny základní pojmy týkající se oceňování podniku, dále pak postup oceňování a jednotlivé metody oceňování. Informace pro vypracování této kapitoly jsou čerpány z literatury uvedené na závěr diplomové práce v použité literatuře.

2.1 Základní pojmy oceňování

Oceňování

Jedna z významných oblastí financí a finančního řízení firem je problematika oceňování podniku. Oceňování je pak v podniku nutno věnovat stálou pozornost, neboť důsledky nevhodných postupů oceňování mohou vést k nesprávnému určení hodnoty statků a nesprávné alokaci kapitálu.

Podnik

Nejprve je důležité si objasnit základní pojmy, s kterými se v problematice oceňování setkáme. Prvním základním pojmem je podnik. I přesto, že je pojem podnik odlišně definován různými autory, pro naše účely je užitečné definovat podnik podle §5 obchodního zákoníku. Podle tohoto se podnikem rozumí: „*soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání; k podniku náleží práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit*“.

Důvody oceňování

Důvodů pro oceňování podniku je mnoho a mohou mít různou povahu podle potřeb, ke kterým má ocenění sloužit. Jako příklad důvodů je možné uvést při koupi nebo prodeji podniku, při vstupu nových společníků do společnosti, v souvislosti s fúzí či rozdělením společnosti, při poskytování úvěru.

2.2 Hodnota podniku

Velmi důležité je rozlišovat pojmy cena a hodnota podniku.

Cenou se rozumí konkrétní částka požadovaná za podnik v daném čase a místě. Cena je pak ovlivněna velmi mnoha faktory, např. poptávkou a nabídkou, fází vývoje ekonomiky atp.

Hodnota podniku je částka bez ohledu na konkrétní okolnosti prodeje nebo nákupu. Jde tedy o cenu, na které by se pravděpodobně dohodli jak kupující tak prodávající zboží či služby. Nejedná se o skutečnou cenu, ale jakýsi odhad pravděpodobné ceny.

Podle Maříka (2007) rozlišujeme několik základních kategorií hodnoty podniku:

- tržní hodnota,
- subjektivní hodnota,
- objektivizovaná hodnota,
- komplexní přístup na základně Kolínské školy.

Tržní hodnota

V současné době je právě tržní hodnotě nutno věnovat velkou pozornost, protože tržní hodnota je mnohdy ztotožňována s cenou obvyklou. Nejčastěji se tržní hodnota definuje dle International Valuation Standards Committee: „ *Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.* “ Mařík (2007, str. 22)

Subjektivní hodnota

Řada teoretiků se domnívá, že hodnota podniku je jev jedinečný. Hlavní je zde individuální názor účastníků směny. Jde o to, jakou má podnik hodnotu pro konkrétního kupujícího a konkrétní investiční cíle. Proto může být subjektivní hodnota ocenění vyšší nebo naopak nižší než hodnota tržní.

Objektivizovaná hodnota

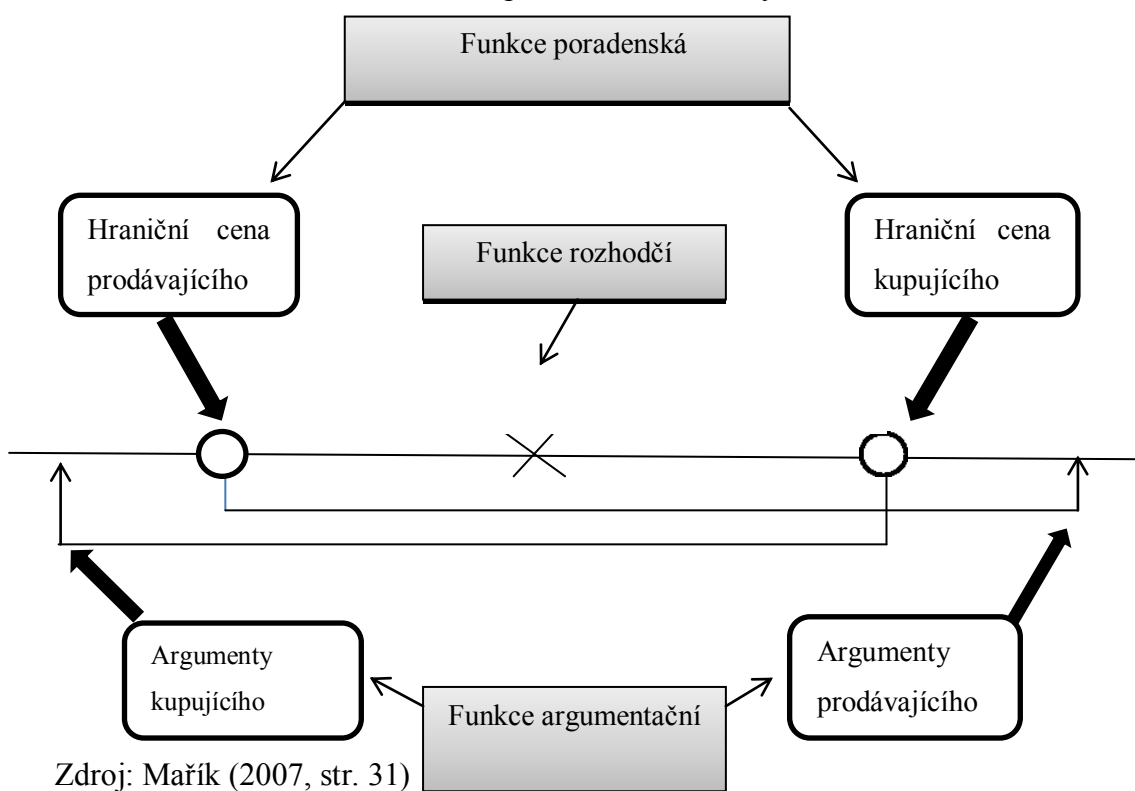
Objektivizovaná hodnota může být jistým protikladem hodnoty subjektivní. Pro odhadce je výhodnější vycházet z objektivizované hodnoty, kterou je schopen profesionál

určit. Tato hodnota představuje typizovanou, přezkoumatelnou hodnotu, kterou lze považovat za relativně nespornou. Měla by být co nejvíce postavena na všeobecně uznávaných datech a při výpočtu by měly být dodržovány určité zásady.

Kolínská škola

Kolínská škola tvrdí, že ocenění nemá smysl upravovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale spíše na obecných funkcích. Rozeznává tedy několik základních funkcí ocenění:

Obr. 2. 1 Hlavní funkce oceňování podle Kolínské školy



Poradenská – považujeme za nejdůležitější. Jako výsledek jsou zjištěny maximální cena (pro kupujícího) a minimální cena (pro prodávajícího). Ocenění tedy poskytuje tzv. hraniční hodnoty nebo jinak hodnoty pro rozhodnutí, které vymezují prostor pro cenové jednání.

Rozhodčí – zájmem nezávislého oceňovatele je najít spravedlivou cenu z určitého rozpětí.

Argumentační – zde jde o přípravu argumentů pro jednání s druhou stranou.

Komunikační – slouží k přípravě podkladů a informací pro komunikaci s veřejností, nejtypičtěji pro komunikaci s investory a bankami.

2.3 Účel ocenění podniku

Účely ocenění mohou být velmi různorodé. Vždy by mělo být uvedeno, z jakého důvodu k oceňování dochází a k jakému datu zjištěná hodnota platí. Podle Maříka (2007) je vhodné rozlišovat, zda souvisí ocenění se změnou vlastnictví nebo ne:

A. Vlastnické změny

- koupě a prodej podniku
- rozhodování o fúzi či rozdělení podniku
- nepeněžitý vklad do obchodní společnosti
- ocenění v souvislosti s nabídkou na převzetí
- na odkoupení účastnických cenných papírů
- ocenění v souvislosti s právem na výkup účastnických cenných papírů
- přijetí obchodního podílu, který slouží na úhradu dluhu

B. Mimo vlastnické změny

- změna právní formy
- poskytování úvěru
- sanace podniku

2.4 Postup při ocenění

Základním úkolem na začátku práce je vymezení účelu, pro který se ocenění provádí, tento účel se pak stává hlavním vodítkem pro výběr modelů atp.

Na základě teoretických východisek a praktických zkušeností lze postupovat takto:

1. sběr dat
2. strategická a finanční analýza
3. finanční plán
4. ocenění

2.4.1 Sběr vstupních dat

Na začátku práce je třeba sesbírat nejdůležitější potřebná data. Při sběru dat nejde jen o získání informací z podniku, ale i o prostředí, kde podnik existuje a funguje.

Data se dají podle Maříka (2007) rozčlenit do těchto skupin:

- základní data o podniku,
- data ekonomická,
- relevantní trh,
- konkurenční struktura relevantního trhu,
- odbyt a marketing,
- výroba a dodavatelé,
- pracovníci.

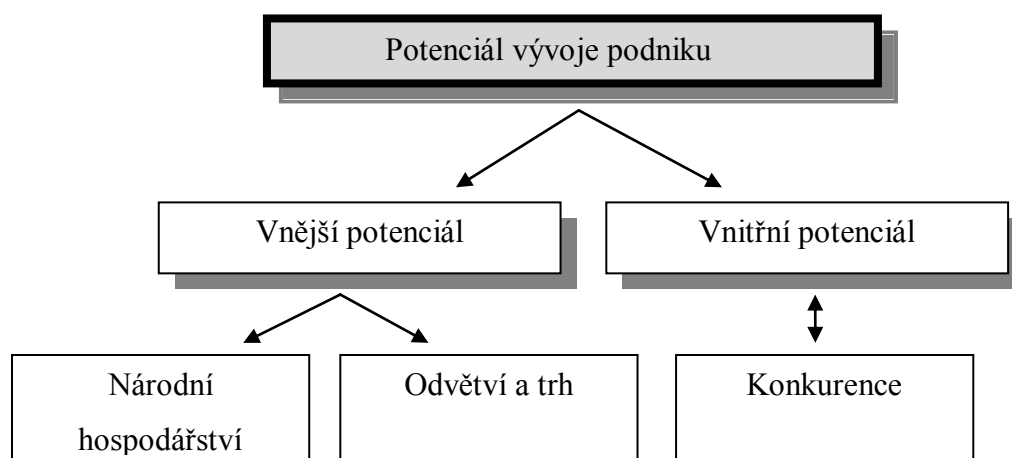
2.4.2 Strategická a finanční analýza

Na fázi sběru a shromažďování dat navazuje fáze analytická. Odhadce provádějící ocenění podniku by měl tedy řešit analýzu makroekonomickou, mikroekonomickou a finanční analýzu. Tyto kroky ocenění mají velký význam, a proto není vhodné tyto fáze podcenit.

2.4.2.1 Strategická analýza

Analýza je pak označována za důležitý podklad věrohodnosti výsledného ocenění. Hlavní funkcí strategické analýzy je podle Maříka (2007) vymezit celkový výnosový potenciál podniku, který je oceňován. Tento výnosový potenciál podniku je závislý především na potenciálu vnějším (makroprostředí) a vnitřním potenciálu (mikroprostředí) podniku.

Obr. 2. 2 Analýza vývoje potenciálu podniku



Zdroj: Mařík (2007, s. 56)

Vnější potenciál – makroprostředí, kde podnik funguje, má velký vliv na jeho výkonnost. V případě strategické analýzy se posuzuje prostředí, ve kterém podnik fungoval v minulosti, současná situace a předpověď vývoje. Lze kvalitativně vyjádřit šancemi a riziky, které dané podnikatelské prostředí nabízí.

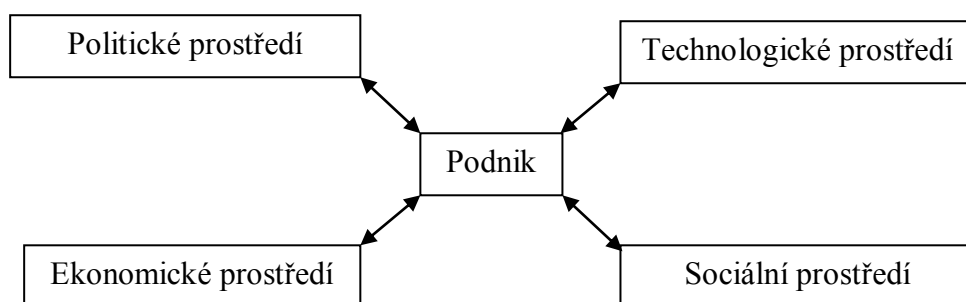
Vnitřní potenciál – podnik přísluší určitému odvětví a základní identifikační údaje o tomto odvětví dávají přesnější představu o oceňovaném podniku. Dává nám poznat do jaké míry je podnik schopen využít šance tohoto prostředí a čelit jeho rizikům. Souhrnným vyjádřením vnitřního potenciálu je přehled silných a slabých stránek.

Prvním krokem strategické analýzy by měla být prognóza a analýza relevantního trhu, tedy makroprostředí, dále by měla pokračovat analýzou konkurence a mikroprostředí, nakonec následuje prognóza tržeb oceňovaného podniku.

Makroprostředí (analýza vnějšího potenciálu)

Podstatný vliv na výkonnost podniku má vývoj makroprostředí, ve kterém se podnik nachází. Podnik se v rámci makroprostředí znázorňuje jako subsystém např. následujícím obrázkem 2. 3:

Obr. 2. 3 Postavení podniku v rámci makroprostředí



Zdroj: Kislingerová (2001, s. 29)

V rámci makroprostředí, kde jak bylo znázorněno výše, na podnik působí čtyři základní prostředí, je dle Kislingerové (2001) účelné sledovat především tyto následující ukazatele:

Tempo růstu HDP v dlouhodobém a střednědobém časovém horizontu kopíruje akciové kursy, které zpravidla předbíhají vývoj reálné ekonomiky o několik měsíců. Proto bývá akciový kurs považován za jakýsi indikátor změn hospodářského cyklu.

Druhým prvkem, který je účelné sledovat je **fiskální politika státu**. Zde se jedná o vývoj daní a tím daňového zatížení na právnické i fyzické osoby.

V chování investorů se bezprostředně projevuje vývoj **peněžní nabídky**. Peněžní nabídka má nepřímý vliv na reálný výstup ekonomiky. Při jejím zvýšení stoupají akciové kursy a při poklesu rostou úrokové sazby a kursy akcií klesají.

Dalším vlivným ukazatelem na podniky je **úroková sazba**. Při jejich vzrůstu kurzy akcií klesají, při poklesu pak rostou.

Inflace, definována jako růst cenové hladiny v čase, se projevuje v podniku neustále a to jak na vstupech tak výstupech v podniku. Problémy s růstem inflace pak nastávají s odpisy či oceňováním zásob.

Mikroprostředí (analýza vnitřního potenciálu)

Při oceňování podniku hraje důležitou roli i analýza odvětví. Dle Kislingerové (2001) jde především o identifikaci základních charakteristických znaků odvětví a prognózu vývoje tohoto odvětví.

Identifikace charakteristických znaků odvětví – kde patří zejména:

Citlivost na změny hospodářského cyklu – jde o to, jak odvětví kopírují či naopak nekopírují hospodářský cyklus. K cyklickým odvětvím patří ta, která hospodářský cyklus kopírují (např. stavebnictví). K odvětvím neutrálním se řadí ta, která nejsou zásadně tímto hospodářským cyklem ovlivněna (např. potraviny, léky). K posledním, anticyklickým, pak patří ta, která mají v období recese nejlepší výsledky (např. hrací automaty, sázkové kanceláře).

Způsob vládní regulace – existují regulované ceny, bariéry vstupu do odvětví a jiné regulace ze strany státu.

Na strukturu odvětví působí **pět konkurenčních faktorů**: vstup nových konkurentů, hrozba nových výrobků či služeb, schopnosti kupujících, existující konkurenti.

Prognóza vývoje odvětví

Pro prognózu odvětví je východiskem historický vývoj podniku (především vývoj tržeb, zisků a cen akcií). Nezbytné je stanovit vhodnou délku období prognózy a stanovit správnou volatilitu. Je možné, aby tuto práci zanechal oceňovatel na expertech, kteří se touto problematikou přímo zabývají.

2.4.2.2 Finanční analýza

Nyní se můžeme začít zabývat finanční stránkou. Při oceňování podniku využíváme finanční analýzu. Jejím úkolem je poskytnout alespoň základní informace o finančním zdraví podniku. Jde především o to, v jakém stavu se nachází v daném okamžiku ocenění. V širším pojetí naznačuje také předpověď budoucího vývoje finančního stavu podniku. Podle Mařika (2007) by měla finanční analýza při oceňování plnit dvě základní funkce:

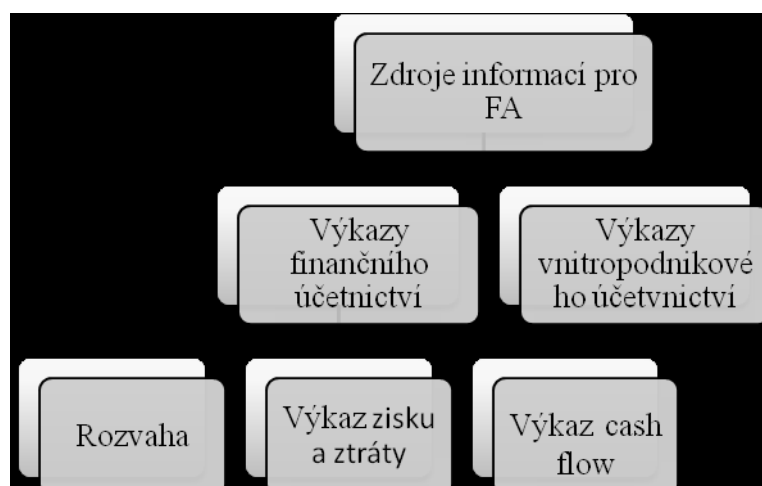
- prověřit finanční zdraví podniku,
- vytvořit základ pro finanční plán.

I přesto, že finanční analýza poskytuje užitečné informace o finančním zdraví podniku, existují problematické okruhy, tedy slabé stránky finanční analýzy. Jde především o vypovídací schopnost účetních výkazů a rozdílné účetní praktiky podniků, vliv mimořádných událostí na výsledky hospodaření, velká závislost používaných metod finanční analýzy na účetních údajích, časté zanedbávání budoucích přínosů podnikatelských aktivit aj. Pro účely ocenění podniku prověřit finanční zdraví a vytvořit základ finančního plánu je však finanční analýza ideálním prostředkem.

Přehled základních zdrojů informací

Součástí účetní závěrky, která je upravena Ministerstvem financí, jsou rozvaha, výkaz zisku a ztráty a příloha, jejíž součástí většinou bývá výkaz cash flow. Tyto výkazy zachycují pohyb podnikových financí a majetku ve všech jejich formách. Jsou tzv. vyústěním finančního účetnictví. Výkazy vnitropodnikového účetnictví jsou pak takové, které si podnik vytváří podle svých vlastních potřeb a nepodléhají žádné jednotné úpravě.

Obr. 2. 4 Zdroje informací pro finanční analýzu

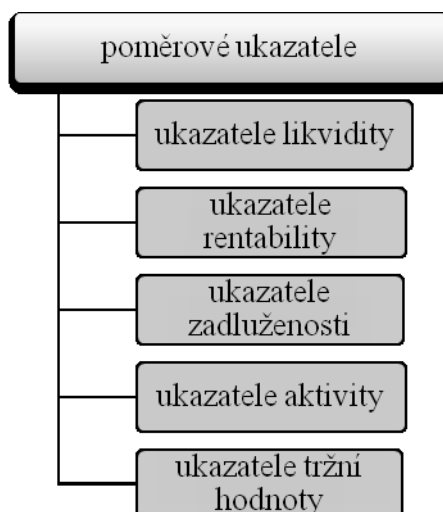


Zdroj: vlastní zpracování

Poměrové ukazatele

Základním jádrem a metodickým nástrojem finanční analýzy jsou **poměrové ukazatele**. Běžně se počítají vydělením dvou položek z výkazů, mezi nimiž existuje určitá souvislost. Jsou nejrozšířenější metodou finanční analýzy, jelikož umožňují získat rychlý a poměrně nenákladný obraz o základních finančních údajích podniku.

Obr. 2. 5 Členění poměrových ukazatelů



Zdroj: Růčková (2007, str. 48)

Ukazatele likvidity

První z poměrových ukazatelů, kterými se budeme zabývat, jsou ukazatele likvidity. Základní charakteristikou je schopnost podniku dostát svým závazkům. „*Ukazatele likvidity poměřují to, čím je možno platit (čitatele), tím, co je nutno zaplatit (jmenovatel). Zabývají se nejlikvidnější částí aktiv podniku a rozdělují se podle likvidnosti položek aktiv dosazovaných do čitatele z rozvahy.*“ Sedláček (2007, str. 66)

Běžná likvidita – ukazuje, kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé závazky společnosti. Vypovídá o tom, jak by byl podnik schopen uspokojit své věřitele, kdyby všechna svá oběžná aktiva přeměnil na peníze. Čím vyšší hodnota tím lépe pro zachování platební schopnosti podniku. Růčková (2008) uvádí doporučené hodnoty v rozmezí 1,5 – 2,5.

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{OA}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.1)$$

Pohotová likvidita – je již přesnějším vyjádřením schopnosti podniku dostát krátkodobým závazkům. Snaha o odstranění nevýhod běžné likvidity vedla k vyloučení zásob z oběžných aktiv. Hodnota ukazatele by dle Sedláčka (2007) neměla klesnout pod hodnotu 1.

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{OA} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.2)$$

Okamžitá likvidita – je nejpresnějším ukazatelem likvidity. Jde o schopnost podniku hradit právě splatné dluhy. Do čitatele se dosazují peníze a jejich ekvivalenty (krátkodobé cenné papíry a šeky). Likvidita podniku je dle Sedláčka (2007) zajištěna při hodnotě alespoň 0,2.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{PP} + \text{kvivalenty}}{\text{okamžitě splatné závazky}} \quad (2.3)$$

Ukazatele rentability

Celkově je rentabilita měřítkem schopnosti podniku vytvářet nové zdroje a dosahovat zisku pomocí investovaného kapitálu. Rentabilita je měřítkem ziskovosti a také proto patří k nejdůležitějším charakteristikám podnikatelské činnosti. Pro výpočet rentability jsou použity vzorce z publikace Dluhošové (2006).

Rentabilita celkového vloženého kapitálu – vyjadřuje celkovou efektivnost podniku a značí se ROA. Vyjadřuje celkovou výnosnost kapitálu, neřeší přitom, z jakých zdrojů byly podnikové činnosti financovány.

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{aktiva}} \quad (2.4)$$

Pro výpočet se obvykle používá EBIT, zisk před úroky a zdaněním, protože není ovlivněn změnami v sazbách daně, úroků ani změnou struktury finančních zdrojů.

Důležitým ukazatelem převážně pro vlastníky či společníky podniku je ukazatel **rentability vlastního kapitálu**, označující se ROE. Ukazatel měří výnosnost vlastního kapitálu, tj. jaké množství zisku připadá na 1 Kč vlastního jmění. Pokud je hodnota ROE dlouhodobě nižší nebo rovna výnosnosti státních cenných papírů, podnik bude pravděpodobně odsouzen k zániku.

$$ROE = \frac{EAT}{\text{vlastní kapitál}} \quad (2.5)$$

K výpočtu se v čitateli obvykle užívá EAT, zisk po zdanění, ve jmenovateli pak vlastní kapitál.

Rentabilita tržeb udává, kolik dokáže podnik vyprodukovat efektu z 1 Kč tržeb. Ukazatel můžeme označit jako ROS. Do rentability tržeb vstupuje čistý zisk, tedy zisk po zdanění.

$$ROS = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{tržby}} \quad (2.6)$$

Ukazatelé aktivity

Ukazují, jak hospodaříme s aktivy a jaké má toho hospodaření vliv na výnosnost a likviditu podniku. Nejčastěji vyjadřují ukazatelé aktivity počet obrátek, tj. kolikrát se daná položka za určité období přemění, nebo dobu obratu, tj. čas, který je nutný k uskutečnění jednoho obratu. Potřebné vzorce ukazatelů aktivity jsou čerpány z publikace Grünwalda, Holečkové (2008).

Obrat celkových aktiv je vyjádřen jako poměr celkových ročních tržeb k celkovým aktivům společnosti. V rámci obratu celkových aktiv pak lze zkoumat samostatně obrat stálých aktiv a obrat aktiv oběžných.

$$\text{Obrat celkových aktiv} = \frac{\text{tržby za rok}}{\text{celková aktiva}} \quad (2.7)$$

Doba obratu zásob se vypočítá jako poměr průměrných zásob a průměrných tržeb. Ukazatel udává průměrný počet dnů, kdy jsou zásoby vázány v podniku, neboli kolik dní trvá jedna obrátka. Pokud nejde o období expanze podniku, může snížení doby obratu poukazovat na efektivnější využití zásob.

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\text{tržby} / 365} \quad (2.8)$$

Další ukazatel, který zařazujeme do ukazatelů aktivity je **doba obratu neboli splatnosti pohledávek**. Vypočítá se jako poměr průměrného stavu pohledávek k průměrným tržbám. Doba obratu pohledávek je pak vhodné srovnávat s běžnou platební morálkou, tj. s běžnou dobou splatnosti pohledávek.

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky}}{\text{tržby} / 365} \quad (2.9)$$

Doba obratu závazků zase poukazuje jaká je platební morálka podniku vůči jeho dodavatelům. Udává dobu trvání úhrady závazku od okamžiku jeho vzniku. Při výpočtu se poměrují průměrné závazky s průměrnými denními tržbami.

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky}}{\text{tržby} / 365} \quad (2.10)$$

Obecně je možné konstatovat, že doba obratu závazků by měla být delší než doba obratu pohledávek. Tato podmínka je důležitá, aby nedošlo k narušení finanční rovnováhy v podniku.

Ukazatelé zadluženosti

Zadlužeností vyjadřujeme skutečnost, že je v podniku k financování aktiv použito cizích zdrojů, tedy dluhu. V ekonomice však mnohdy nepřichází v úvahu, aby podnik financoval všechna svá aktiva z vlastního kapitálu. Použití výhradně vlastního kapitálu s sebou přináší dokonce snížení výnosnosti onoho vloženého kapitálu. Naopak financování pouze cizími zdroji by bylo spjato s potížemi při jeho získávání. Podstatou analýzy zadluženosti je hledání optimálního vztahu v kapitálové struktuře. Vzorce pro výpočet ukazatelů zadluženosti jsou čerpány z publikace Růčkové (2007).

Celkovou zadluženost zpravidla vyjadřuje ukazatel věřitelského rizika, který se vypočte jako poměr celkových závazků vůči celkovým aktivům. Věřitelé dávají přednost nízkému ukazateli zadluženosti, jelikož riziko věřitelů je pak také nižší. Tento ukazatel je ale vhodné porovnávat s výnosností podniku.

$$\text{Věřitelské riziko} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad (2.11)$$

Doplňkem k ukazateli celkové zadluženosti je **podíl vlastního kapitálu**. Jde o poměr vlastního kapitálu k celkovým aktivům. Ukazatel poukazuje, do jaké míry je podnik schopen krýt majetek vlastními zdroji a jak je finančně samostatný. Obecně se udává, že zvyšování ukazatele poukazuje na upevňování finanční stability.

$$\text{Podíl vlastního kapitálu} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad (2.12)$$

Jak ukazatel věřitelského rizika, tak ukazatel podílu vlastního kapitálu informují o finanční struktuře podniku. Součet těchto dvou ukazatelů by měl být roven 1.

Ukazatel **úrokového krytí** udává, zda je ještě dluhové zatížení pro podnik únosné, tedy kolikrát je zisk vyšší než úroky. Růčková (2008) tvrdí, že v zahraničí jsou doporučované hodnoty dosahující trojnásobku nebo více. To z toho důvodu, aby po zaplacení úroků zůstaly ještě finanční prostředky pro akcionáře. Neschopnost platit úrokové platby ze zisku může poukazovat na blížící se úpadek.

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{nákladové úroky}} \quad (2.13)$$

Souhrnné modely

Různé stránky finančního zdraví podniku zhodnotíme a pravděpodobně ve všech podnicích dospějeme k závěru, že v některých oblastech vykazuje podnik hodnoty lepší, v některých horší. Abychom mohli pro potřeby ocenění získat jednoznačnou odpověď, zda je podnik zdravý či ne, můžeme použít určité bonitní (diagnostikují finanční zdraví firmy) či bankrotní modely (určují, zda je podnik ohrožen bankrotem).

Altmanovo Z-skóre

Tento model vychází z diskriminační analýzy, uskutečněné u desítek zbankrotovaných a nebankrotovaných firem. Jde o doplňující ukazatel finanční analýzy. Nejprve vypočítáme hodnoty X_1 - X_5 , které následně dosadíme do Altmanovy rovnice. Vzorce pro výpočet jsou použity z publikace Kislingerové, Hnilici (2005).

$$X_1 = \frac{\text{EBIT}}{\text{celková aktiva}} \quad (2.14)$$

$$X_2 = \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}} \quad (2.15)$$

$$X_3 = \frac{\text{tržní hodnota vlastního kapitálu}}{\text{účetní hodnota dluhu}} \quad (2.16)$$

$$X_4 = \frac{\text{zadržené zisky}}{\text{aktiva celkem}} \quad (2.17)$$

$$X_5 = \frac{\text{čistý pracovní kapitál}}{\text{aktiva celkem}} \quad (2.18)$$

Altmanova diskriminační rovnice, pro veřejně neobchodovatelné akcie, do které se dosadí vypočtené výsledky:

$$Z = 1,3 \times \zeta_1 + 0,0 \times \zeta_2 + 1,6 \times \zeta_3 + 0,4 \times \zeta_4 + 0,2 \times \zeta_5 \quad (2.19)$$

Nakonec se dosadí do výsledné tabulky a interpretuje se výsledná hodnota zjištěného podniku.

Tab. 2. 1 Výsledky Altmanova Z- scóre

VÝSLEDNÁ TABULKA - INTERPRETACE HODNOTY Z FAKTORU	
Z FAKTOR > 2,99	můžeme předpovídat uspokojivou finanční situaci
1,8 < Z FAKTOR < 2,99	"šedá zóna" nevyhraněných výsledků
Z FAKTOR < 1,8	firma je ohrožena vážnými finančními problémy

Zdroj: Kislingerová, Hnilica (2005, str. 81)

2.4.3 Finanční plán

V případě využití některé z výnosových metod by měl být pro podnik sestaven finanční plán. Úspěšné plánování vychází z analýzy historických dat a na základě prognózy se pak plánuje vlastní činnost podniku.

Dle Maříka (2007) se tento plán skládá z hlavních finančních výkazů: výsledovky, rozvahy a výkazu peněžních toků neboli cash flow.

Finanční plán je součástí plánu podnikového, který by měl vycházet z vizí a strategie podniku. Stěžejní položky hlavního provozu podniku, které budou zásadním způsobem ovlivňovat jeho hodnotu:

- „Tržby z prodeje hlavních produktů podniku.
- Ziskovou marži a z ní zjištěný provozní zisk v peněžním vyjádření.
- Plánovanou výši zásob, pohledávek a závazků.
- Výchozí prognózu investic do dlouhodobého majetku, které budou nezbytné k udržení hlavního provozu podniku.“ Mařík (2007, s. 150)

2.4.4 Základní metody ocenění

Tyto metody se snaží vyjádřit hodnotu pomocí peněžního vyjádření. Pro řízení a dlouhodobou strategii rozhodování podniku je významným kritériem znát hodnotu podniku. Metod pro stanovení hodnoty podniku existuje celá řada. Volba metody je silně ovlivněna především účelem ocenění a subjektivním postojem oceňovatele. Pro přehled metod je vybrána tab. 2. 2 autora Maříka (2007). Dle jeho členění existují tři varianty oceňovacích metod. Jedny se opírají především o analýzu výnosů, další se zabývají analýzou aktuálních cen na trhu a poslední jsou založené na ocenění jednotlivých položek majetku tzv. majetkové ocenění.

Tab. 2.2 Přehled základních metod pro oceňování podniku

<p>1. ocenění na základě analýzy výnosů (výnosové metody)</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF) ▪ Metoda kapitalizovaných čistých výnosů ▪ Kombinované (korigované) výnosové metody ▪ Metoda ekonomické přidané hodnoty
<p>2. Ocenění na základě analýzy trhu (tržní metody)</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Ocenění na základě tržní kapitalizace ▪ Ocenění na základě srovnatelných podniků ▪ Ocenění na základě údajů a podnicích uváděných na burzu ▪ Ocenění na základě srovnatelných transakcí ▪ Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů
<p>3. Ocenění na základě analýzy majetku (majetkové ocenění)</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen ▪ Substanční hodnota na principu reprodukčních cen ▪ Substanční hodnota na principu úspory nákladů ▪ Likvidační hodnota ▪ Majetkové ocenění na principu tržních hodnot

Zdroj: Mařík (2007, s. 37)

2.4.4.1 Výnosové metody

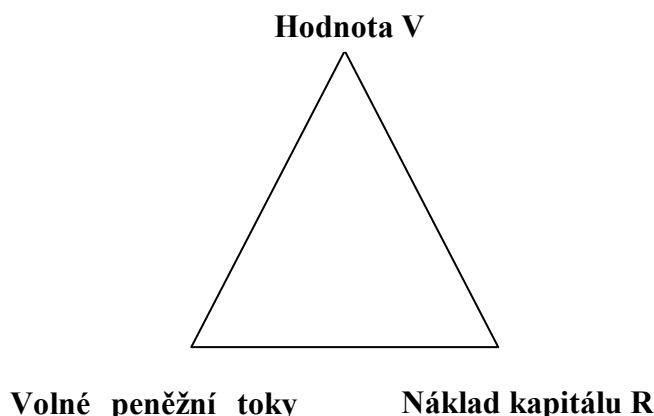
Tato skupina metod vychází z předpokladu, že hodnota statku je dána očekávaným užitekem pro držitele. Za užitek je vhodné považovat (budoucí ekonomické efekty) výnosy, konkrétně skutečné příjmy, které plynou z oceňovaného statku jeho držiteli. Podle veličiny, kterou k výpočtu použijeme, rozlišujeme jednotlivé výnosové metody ocenění. Rozlišujeme především metody diskontovaných peněžních toků DCF, metodu kapitalizovaných čistých výnosů a metodu ekonomické přidané hodnoty.

Metoda diskontovaného peněžního toku

Jedná se o základní výnosovou metodu, která je v podmínkách českých podniků stále více využívána a zaujímá v procesu oceňování význačnou roli. Reálným užitekem pro držitele

jsou zde peněžní toky. Nejvíce je metoda rozšířená v zemích USA a Velké Británii. Jak naznačuje následující obrázek 2. 6, setkáváme se při použití těchto metod s několika úkoly. Správně vymezit budoucí peněžní toky, stanovit náklady kapitálu, kterými jsou peněžní toky diskontovány a stanovit hodnotu pomocí metody ocenění.

Obr. 2. 6 Klíčové komponenty výnosových metod oceňování



Zdroj: Dluhošová (2008, s. 149)

Tato metoda lze podle Dluhošové (2008) počítat ve variantách DCF-entity, DCF – equity, DDM (Dividend Discount Model) a APV (Adjusted Present Value). V praxi jsou nejčastěji používány metody DCF-entity a DCF-equity. Vzorce pro výpočet výnosových metod jsou čerpány z publikace Dluhošové (2008) a Maříka (2007).

- **Metoda „entity“** (entity = jednotka, kde se označuje podnik jako celek), jejíž výpočet probíhá ve dvou krocích. Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele (FCFF) je diskontován nákladem celkového kapitálu (WACC).

$$V = \frac{FCFF}{WACC} \quad (2.20)$$

Hodnota podniku metodou entity se podle dvoufázové metody vypočítá jako

$$H = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T} \quad (2.21)$$

kdy T naznačuje délku první fáze v letech, PH pokračující hodnotu, i_k kalkulovanou úrokovou míru na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu.

- **Metoda „equity“** (equity = vlastní kapitál) vychází přímo z diskontování peněžních toků, které jsou k dispozici pouze pro vlastníky podniku. Diskontovány jsou nákladem vlastního kapitálu (R_E). Výsledkem je pak přímo hodnota vlastního kapitálu.

$$V = \frac{FCFE}{R_E} \quad (2.22)$$

- **Metoda „APV“** slouží k oceňování celkového kapitálu. $FCFE_U$ (toky nezadlužené firmy) jsou diskontovány nákladem celkového kapitálu nezadlužené firmy (R_U). Tuto hodnotu nezadluženého podniku je nutno doplnit o současnou hodnotu daňového štítu (TS), který diskontujeme náklady kapitálu (R_D), aby mohlo dojít k ocenění zadluženého podniku. Tato metoda je užitečná především v případě analýzy vlivu zadluženosti na hodnotu podniku.

$$V = \frac{FCFE_U}{R_U} + \frac{TS}{R_D} \quad (2.23)$$

- Poslední metodou diskontovaných peněžních toků je **metoda „DDM“**, kde je oceňován vlastní kapitál. Jde v podstatě o modifikovaný model DCF, kde se místo FCF používá dividendy. Používá se převážně ve vyspělých zemích s efektivním kapitálovým trhem.

$$V = \frac{DIV}{R_E} \text{ nebo } V = \frac{DIV}{R_E - g} \quad (2.24)$$

kde DIV (dividenda v běžném období), R_E (náklad na vlastní kapitál), g (očekávaná míra růstu dividend donekonečna).

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů, jinak nazývána také metoda kapitalizovaných zisků, je oceňovací postup, který je nejvíce rozšířen v německy mluvících zemích. Metoda je založena především na minulé výkonnosti podniku. Jedná se o variantu

„equity“, výnosovou hodnotu počítáme pouze z výnosů pro držitele vlastního kapitálu, tudíž je výsledkem přímo hodnota vlastního kapitálu.

Existují dvě varianty výpočtu hodnoty podniku pomocí metody kapitalizovaných čistých výnosů, metoda analytická a paušální.

Metoda paušální je založena především na podrobné analýze výkazu zisků a ztrát. Jako základ se doporučuje časová řada 3 – 5 let. Důležitou podmínkou je upravit skutečné účetní výkazy z minulosti. Především zjistit skutečné výsledky hospodaření, které by mohly být rozděleny a korekcí je upravit tak, aby mohly být základem pro plánování výsledků budoucích.

Klíčovým údajem pro výpočet je tzv. trvale udržitelný zisk, jde o účetní zisk, který je podroben řadě korekcí a úprav. Výpočet trvale udržitelného zisku je následující:

$$Z = \sum_{t=1}^T w_t \cdot Z_t, \quad (2.25)$$

kdy Z_t (zisk minulých let upravený o korekce), w_t (váhy přiřazené obdobím), T (počet let zahrnutých do výpočtů).

Oceňovací odhad hodnoty podniku leze pak spočítat pomocí nákladů kapitálu (R) takto:

$$V = \frac{Z}{R} \quad (2.30)$$

Metoda analytická je pak založena na prognóze budoucích upravených výsledků hospodaření. Vychází z plánovaných výkazů. Podobnost nacházíme s metodou DCF, místo peněžních toků používáme k výpočtu upravených budoucích výsledků hospodaření.

Propočet analytické metody dvoufázovou metodou stanovíme jako

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{\check{C}V_t}{(1+R_E)^t} + \frac{T\check{C}V}{R_E} \cdot \frac{1}{(1+R_E)^T} \quad (2.31)$$

H_n je hodnota podniku, $\check{C}V_t$ je odhad čistého výnosu pro rok t , T naznačuje délku období (délka první fáze), $T\check{C}V$ je trvalá velikost čistého výnosu ve druhé fázi a R_E náklady na vlastní kapitál.

Metoda ekonomické přidané hodnoty - EVA

K modelům, které jsou poměrně nově rozšířené a na rozdíl od modelů DCF nepracují s cash flow, nýbrž s ukazatelem EVA (ekonomická přidaná hodnota) patří modely ekonomické přidané hodnoty. Podobně jako u DCF lze vypočítat varianty EVA entity, equity a APV. Variantou převážně v praxi užívanou je podobně jako u metody DCF varianta entity. Ukazatel EVA lze dle Maříka, Maříkové (2005) změřit podle následující rovnice

$$EVA_t = NOPAT_t - WACC \cdot NOA_{t-1}, \quad (2.32)$$

kde $NOPAT_t$ je provozní hospodářský výsledek po zdanění v roce t , $WACC$ vážené kapitálové náklady a NOA_{t-1} označuje čistá operační aktiva ke konci předchozího roku.

Hodnota podniku dle metody založené na ukazateli EVA lze stanovit dle následující rovnice

$$hodnota\ podniku = NOA + MVA - \text{úročený cizí kapitál}, \quad (2.33)$$

kde MVA je hodnota přidaná trhem.

Podnikům, kde je kladný ukazatel hodnoty EVA, poroste hodnota akcie i v budoucnu a lze také očekávat růst hodnoty MVA .

2.4.4.2 Majetkové metody

Princip majetkového ocenění je poměrně jednoduchý a obecně srozumitelný. Informace pro tyto metody lze snadno získat z účetnictví závěrky podniku.

Metoda účetní hodnoty

V případě této metody vycházíme především ze skutečných cen pořízení majetku, tedy z cen historických. V praxi k této metodě existuje celá řada výhrad. Mezi dvě nejrozšířenější patří především rozdíl v cenách, za které byl majetek pořízen a cenách „reálné“ hodnoty

k datu pořízení a dále pak ve skutečnosti, že aktiva v rozvaze nezahrnují všechna aktiva podniku.

Přesto však se tato metoda doporučuje jako základna pro posuzování a porovnávání výsledného ocenění. Slouží zde jako doplňková informace zda je zjištěné ocenění nižší nebo vyšší než účetní hodnota vlastního kapitálu.

Nejprve se ocení jednotlivé složky aktiv a při jejich součtu získáme souhrnné ocenění aktiv. Po dopočtu hodnoty dluhů a závazků získáme hodnotu vlastního kapitálu.

$$\text{hodnota vlastního kapitálu} = \text{účetní hodnota aktiv} - \text{účetní hodnota závazků a dluhů}$$

(2.34)

Metoda substanční

Patří k prvním z přístupů, které se v minulosti používaly pro stanovení tržní hodnoty podniku. Základem metody jsou data z účetního výkazu – rozvahy. Těžiště metody spočívá v aktivech fixních, u kterých je problém historických nákladů. Oběžná aktiva tento problém reprodukčních nákladů nemají. Aktiva tedy mají rozdílnou funkci, a proto je nutné přistoupit k jejich účetnímu přehodnocení. Výsledkem metody je stanovení aktualizované pořizovací hodnoty a cílem pak určit, kolik by musel investor zaplatit, kdyby měl podobný podnik vybudovat znovu.

2.4.4.3 Tržní metody

Běžnému občanovi nejbližší metoda, pokud má v úmyslu něco prodat, aby zjistil, kolik lze rozumně za danou věc požadovat. U podniku můžeme rozeznávat dvě situace - přímé ocenění na základě dat kapitálového trhu a ocenění metodou tržního porovnání.

Přímé ocenění dat kapitálového trhu

Používá se v případě, kdy chceme ocenit akciovou společnost s obchodovatelnými akcemi na trhu. Známe tedy tržní hodnotu akcií, kterou stačí vynásobit počtem akcií (tzv. tržní kapitalizace), tato bývá ztotožňována s hodnotou podniku. V praxi se však liší jak cena akcie (musíme brát v úvahu volatilitu) tak vztah mezi mezní a průměrnou hodnotou akcie.

Ocenění metodou tržního porovnání

Pokud je třeba ocenit jinou než akciovou společnost či společnost s neobchodovatelnými akciemi, přistupuje se k metodě tržního porovnání. Tržní hodnotu aktiva odvozujeme z konkrétních cen nebo tržních hodnot podobných aktiv.

2.4.5 Fázové metody

U fázových metod se vychází z odhadu plánu do budoucna. Nejběžnějším příkladem uplatnění těchto metod jsou metody DCF. V praxi se většinou předpokládá neomezené trvání podniku tzv. going concern. Podle toho, kolik se určuje fází při oceňování, existují metody jednofázové, dvoufázové a vícefázové.

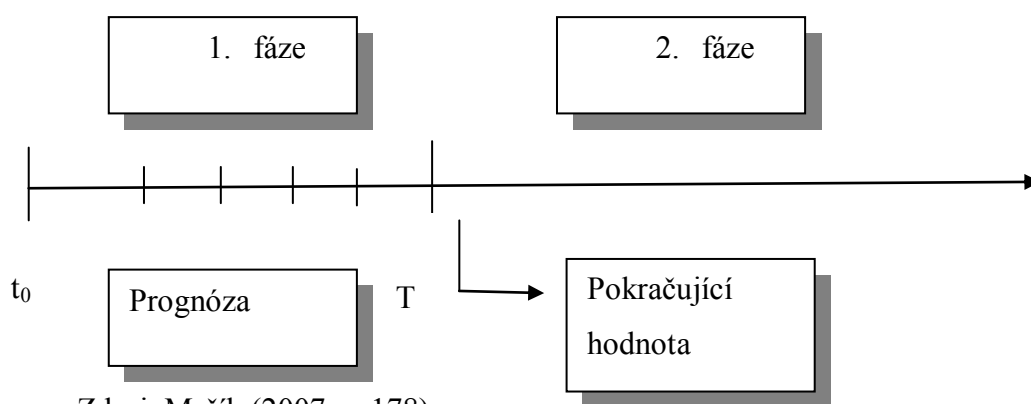
Jednofázová metoda – zde se předpokládá stejné chování po celé období a neomezené trvání firmy. Hodnota firmy se určí jako

$$V = \frac{FCF}{R}, \quad (2.35)$$

kdy FCF jsou volné peněžní toky a R představuje náklad kapitálu.

Dvoufázová metoda – reálnější je rozdělit trvání firmy na dvě fáze. První fáze představuje období, kdy je oceňovatel schopen vypracovat plán volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze začíná obdobím od konce první fáze donekonečna. Hodnota podniku pro druhou fázi se označuje jako pokračující hodnota.

Obr. 2. 7 Dvoufázová metoda



Zdroj: Mařík (2007, s. 178)

Hodnota podniku pomocí dvoufázové metody se vypočítá jako

$$V = V_1 + V_2 \quad , \quad (2.36)$$

kde V_1 je hodnota firmy za první období a V_2 je hodnota firmy za druhé období.

Za předpokladu konstantních finančních toků v druhé fázi je pokračující hodnota stanovena dle následujícího vzorce

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2} \quad (2.37)$$

FCF_{T+1} jsou volné peněžní toky z posledního roku 1. fáze, R_2 jsou náklady kapitálu v 2. fázi.

Výsledná hodnota pomocí dvoufázové metody může být přesněji vyjádřena následovně

$$V = \sum_{t=1}^T FCF_t \times (1 + R_1)^{-t} + PH \times (1 + R_1)^{-T} \quad (2.38)$$

Vícefázové metody – pro výpočet hodnoty firmy lze použít i třífázovou či vícefázovou metodu. Vývoj FCF je rozdělen do různých fází s různým vývojem a předpokládá se neomezené trvání poslední fáze.

2.4.6 Volné peněžní toky (FCF)

Pro ocenění metodou DCF – entity není vhodné cash flow z běžného finančního plánu (cash flow provozní, investiční, finanční ani celkové). Je třeba určit, kolik peněz lze vzít z podniku, aniž bude narušen jeho předpokládaný vývoj. Je tedy vhodné určit tzv. volné cash flow, jak je patrné z následující tabulky 2. 3:

Tab. 2.3 Výpočet volného peněžního toku (FCF)

1.	+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVH _D)
2.	- Upravená daň z příjmů (= KPVH _D x daňová sazba)
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	= Volný peněžní tok (FCF)

Zdroj: Mařík (2007, s. 170)

K výpočtu v případě DCF – entity se rozumí volným peněžním tokem tvorba peněžních prostředků pro vlastníky (akcionáře) a věřitele. Používá se označení peněžní toky do firmy (FCFF = free cash flow to firm). Jedná se o konkrétnější variantu FCF pro výpočet metody DCF – entity.

$$FCFF_t = EAT + \text{odpisy} - \Delta\check{C}PK + \acute{U} \times (1-t) - I, \quad (2.39)$$

kdy t je sazba daně z příjmů právnických osob, I jsou investice, $\Delta\check{C}PK$ je změna čistého pracovního kapitálu.

2.4.7 Náklady kapitálu

Kategorie nákladů na kapitál je velmi významná pro mnoho finančních rozhodnutí a úvah. Nejen pro oceňování jednotlivých složek majetku a stanovení hodnoty podniku, ale je důležitá i pro optimalizaci kapitálové struktury podniku, investiční rozhodování atp.

2.4.7.1 Náklady na celkový kapitál WACC

Náklady na celkový kapitál (Weighted Average Cost of Capital) zahrnují dvě složky, náklady na vlastní a náklady na cizí kapitál. Stanovení nákladů kapitálu by mělo být pokud možno orientováno tržně, pokud vycházíme z dat účetních, je nutné chápat dané údaje jen jako přiblížení tržním podmínkám.

2.4.7.2 Náklady na vlastní kapitál

Obecně platí, že náklady na získání vlastního kapitálu jsou pro podnik vyšší než náklady na cizí kapitál. Náklady na vlastní kapitál lze určit buď na bázi tržních přístupů, nebo modelů vycházejících z účetních dat. Závisí zde zejména na dostupnosti dat.

Základními metodami, které se pro odhad nákladů vlastního kapitálu používají, jsou dle Dluhošové (2008) následující:

- model oceňování kapitálových aktiv – CAPM,
- arbitrážní model oceňování – APM,
- dividendový růstový model,
- stavebnicové modely.

Stavebnicové modely

Tyto stavebnicové modely se používají především v zemích Evropy. Používají se při obtížích se stanovením koeficientu β , zvláště u společností s neobchodovatelnými akcemi.

Ministerstvo průmyslu a obchodu používá tento stavebnicový model, vycházející z předpokladu modelu MM II. Nejprve se tedy vypočítají náklady celkového kapitálu nezadlužené společnosti $WACC_U$, které jsou stanoveny následovně:

$$WACC_U = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA} \quad (2.40)$$

R_F je bezriziková úroková míra, $R_{podnikatelské}$ je riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko, $R_{finstab}$ je riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability a R_{LA} je riziková přírážka za velikost podniku.

V souladu s MM II jsou pak náklady zadlužené firmy vypočteny jako:

$$WACC = WACC_U \times \left(1 - \frac{D}{A} \times t\right) \quad (2.41)$$

a náklady vlastního kapitálu jako:

$$R_E = \frac{WACC_U \times \frac{UZ}{A} - (1-t) \times \frac{\dot{U}}{BU+OBL} \times \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.42)$$

kde $UZ=VK+BU+OBL$ jsou úplatné zdroje, A jsou aktiva, \dot{U} úroky, BU jsou bankovní úvěry, OBL jsou obligace, VK je vlastní kapitál.

Stanovení rizikových přírážek

K vypočtení $WACC_U$ je třeba propočítat jednotlivé rizikové přírážky. Tyto jsou stanoveny podle publikace Dluhošové (2008).

Stanovení rizikové přírážky charakterizující velikost podniku R_{LA} . Stanovení vychází z položky UZ ($UZ=VK+BU+OBL$), hranice je stanovena ze zkušeností firem poskytující rizikový kapitál.

- Pokud je UZ v podniku > 3 mld. Kč, pak je $R_{LA} = 0,00\%$.
- Je-li $UZ < 100$ mil. Kč, pak je $R_{LA} = 5,00\%$.
- Pokud je však UZ v rozmezí 3 mld. Kč a 100 mil. Kč použije se k vypočtení následující propočet

$$R_{LA} = \frac{(3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2}{168,2} \quad (2.43)$$

Stanovení rizikové přírážky za obchodní podnikatelské riziko $R_{\text{podnikatelské}}$ je závislé na ukazateli $EBIT/A$, ten je porovnáván s ukazatelem $X1$.

$$X1 = \frac{(VK+BU+O)}{A} \cdot \frac{\dot{U}}{BU+O} \quad (2.44)$$

- Pokud je $EBIT/A > X1$, pak je $R_{podnikatelské}$ rovno 0,00%.
- Je-li $EBIT/A < 0$ je $R_{podnikatelské}$ na úrovni 10,00%.
- Pokud bude $EBIT/A \geq 0$ a zároveň $EBIT/A \leq X1$, pak je k výpočtu $R_{podnikatelské}$ použit následující výpočet

$$R_{podnikatelské} = \frac{(X1 - \frac{EBIT}{A})^2}{(10 \cdot X1^2)} \quad (2.45)$$

Stanovení rizikové přírážky finanční stability na bázi likvidity $R_{finstab}$ vychází z ukazatele celkové likvidity (OA/krátkodobé závazky), který se porovnává s mezní hodnotou likvidity, XL.

- Je-li celková likvidita podniku $> XL$, pak se $R_{finstab}$ rovná 0,00%.
- Je-li celková likvidita podniku < 1 , pak $R_{finstab}$ je rovno 10,00%.
- Pokud je celková likvidita v rozmezí od 1 do XL pak se $R_{finstab}$ propočte následovně

$$R_{finstab} = \frac{(XL - celkoválikvidita)^2}{10 \cdot (XL - 1)^2} \quad (2.46)$$

3 PŘEDSTAVENÍ VÝROBNÍHO PODNIKU

V této kapitole jsou základní informace o podniku MSA, a.s. Především o hlavních předmětech podnikání, teritoriálním rozložení prodeje výrobků a o produktech společnosti.

3.1 Profil společnosti

Společnost MSA, a.s. se řadí k předním světovým výrobcům a dodavatelům průmyslových armatur. Jedná se o akciovou společnost, s jejímiž akciemi však není na trhu obchodováno. Velmi silná pozice MSA, a.s. na trhu vychází nejen z dlouholeté tradice průmyslové výroby v regionu, ale také z široké základny zkušených konstruktérů, techniků a dělníků. Díky rozsáhlých výrobním a technologickým možnostem jsou schopni zaměstnanci konstruovat armatury největších velikostí v různém materiálovém provedení a dle technických norem ČSN, API, GOST aj. především pro odvětví:

- přeprava a zpracování ropy
- přeprava, distribuce a zpracování plynu
- provoz jaderných a klasických elektráren
- teplárenství a teplárenské sítě
- chemický průmysl apod.

Historie společnosti MSA, a.s. sahá do roku 1890 vznikem závodu na zpracování dřeva a kulatin. Závod prochází mnoha změnami, rozšířeními a v roce 1992 dochází k privatizaci a vzniká společnost MSA, a.s. Dolní Benešov. V roce 2006 je pak důležitým milníkem členství ve skupině ČTPZ.

MSA, a.s. vlastní celou řadu certifikací především certifikaci EN ISO 9001:2000, GOST R ISO 9001 a API Spec Q1. Společnost je však vlastníkem dalších certifikací, které vycházejí z požadavků jednotlivých států, kde MSA, a.s. vyváží výrobky.

Počet zaměstnanců k 31. 12. 2010 je 535. Z tohoto počtu je 528 vedeno jako zaměstnanci a 7 jako vedoucí pracovníci.

V následující tabulce 3. 1 jsou znázorněny základní údaje o společnosti MSA, a.s. jako je sídlo, právní forma, hlavní předměty podnikání, základní kapitál, orgány společnosti, akcionáři aj.

Tab. 3. 1 Základní údaje o společnosti

Základní údaje společnosti MSA, a.s.	
Obchodní firma	MSA, a.s.
Sídlo	Dolní Benešov, Hlučínská 41, 747 22
Den zápisu do obchodního rejstříku	30. 4. 1992
Právní forma	akciová společnost
Hlavní předmět podnikání	výroba armatur a čerpadel projektování a konstrukce strojů a zařízení koupě zboží za účelem jeho prodeje a prodej kovoobráběčství technické testování, měření a analyzování tlakové zkoušky zařízení – hydraulické, parní, vzduchové zámečnictví
Základní kapitál k 31. 12. 2010	23 019 480 ,- Kč
Struktura akcií k 31. 12. 2010	1 534 632 ks kmenových akcií na majitele v listinné podobě a jmenovité hodnotě 15 Kč za akci
Orgány společnosti	valná hromada, dozorčí rada, představenstvo
Akcionáři společnosti k 31. 12. 2010	jediným akcionářem je společnost Joint StockCompanyChelyabinsk Tube – Rolling Plant

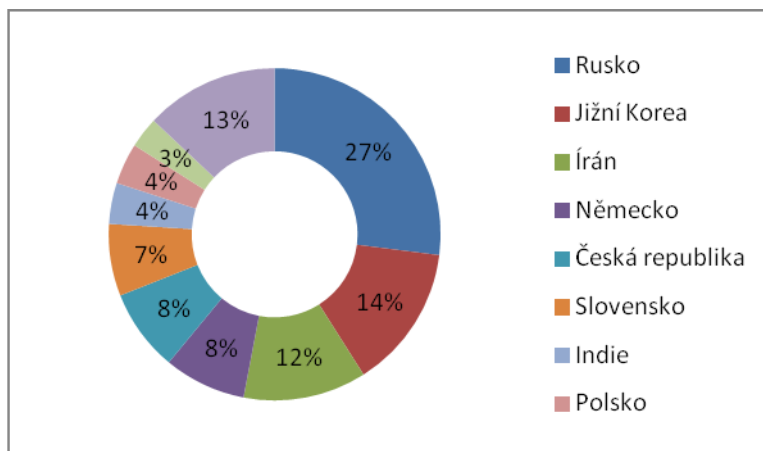
Zdroj: výroční zpráva společnosti (vlastní zpracování)

3.2 Produkce společnosti

Teritoriální rozložení prodeje

Většinu své produkce vyváží společnost MSA, a.s. do zahraničí. Jak je vidět z následujícího grafu 3.1 mezi stálé odběratele s vysokými objemy produkce patří především Rusko a Jižní Korea. Mezi další významné odběratele patří Írán, Německo, domácí Česká republika, Slovensko, Indie, Polsko a Rumunsko. Vedle udržení stávajících oblastí usiluje MSA, a.s. o vstup do nových teritorií, především v Jižní Americe a USA.

Graf 3. 1 Teritoriální rozložení prodeje

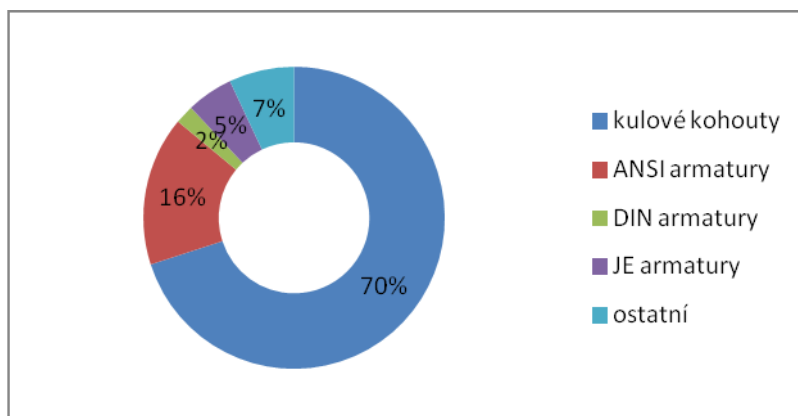


Zdroj: výroční zpráva (vlastní zpracování)

Produkty společnosti

Rozhodujícím artiklem společnosti MSA, a.s. jsou kulové kohouty, které se společnost snaží nabízet pro vysoké tlaky a velké světlosti v náročných materiálových úpravách. Tyto kulové kohouty zaujímají v roce 2010 70% ze sortimentní skladby společnosti. Jak naznačuje následující graf, v roce 2010 narůstá prodej ANSI armatur a dále se společnost zabývá rozvojem armatur pro jadernou energetiku.

Graf 3.2 Rozložení produkce



Zdroj: výroční zpráva (vlastní zpracování)

4 APLIKACE ZVOLENÝCH METOD OCEŇOVÁNÍ NA DANÝ PODNIK

V následující kapitole se budeme zabývat praktickou implementací oceňování na daný podnik. Nejprve provedeme strategickou analýzu makroprostředí a mikroprostředí. Dále finanční analýzu, především analýzu poměrových ukazatelů. Po naplánování jednotlivých výkazů do budoucna nakonec provedeme samotné ocenění pomocí vybraných metod.

4.1 Strategická analýza podniku

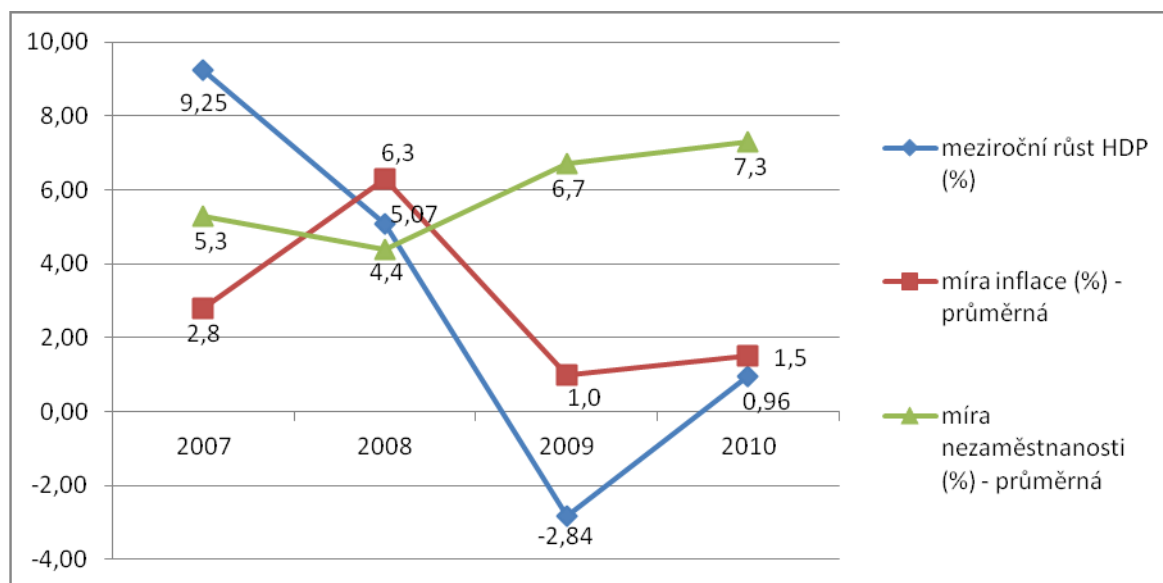
U podniku MSA, a.s. jsou analyzovány především základní charakteristiky makroprostředí a mikroprostředí z let 2007 – 2010.

4.1.1 Analýza makroprostředí

Při analýze makroprostředí se zaměřujeme především na vývoj HDP, vývoj úrokové sazby, dále vývoj inflace, míry nezaměstnanosti, daně právnických osob a vývoj kurzu koruny. Každý z těchto faktorů značně ovlivňuje podnik MSA, a.s. a proto je vhodné makroekonomické prostředí a jednotlivé parametry zkoumat a porovnávat s vývojem podniku.

Následující graf 4. 1 vyjadřuje meziroční růst HDP, průměrnou míru inflace a průměrnou míru nezaměstnanosti ve sledovaných letech 2007 – 2010.

Graf 4.1 Růst HDP, inflace a nezaměstnanosti



Zdroj: vlastní zpracování

Hrubý domácí produkt je definován jako peněžní vyjádření hodnoty zboží a služeb vyprodukovaných pracovníky a prostředky v dané zemi za určité období (zpravidla 1 rok). Jak naznačuje, graf tempo růstu HDP zaznamenalo v letech 2007 a 2008 pozitivní zvýšení. V roce 2007 došlo k meziročnímu růstu 9,25% a v roce 2008 k meziročnímu růstu 5,07%. K tomuto růstu přispěl vzrůst zahraničních investic, zvýšení exportu a také zvýšení výdajů na soukromou spotřebu. V roce 2009 byla ČR postížená v plném rozsahu hospodářskou krizí, která se podepsala i na změně HDP, který meziročně klesl o -2,84%. Tento pokles utlumil i zahraniční obchod a investice na území ČR, pokles zájmu o export atp. Zlepšení situace a postupné ožívování ekonomiky světové i české vede k růstu HDP v roce 2010. Prozatímní tempo růstu 0,96% se předpokládá udržet nebo dokonce zvyšovat i v následujícím období.

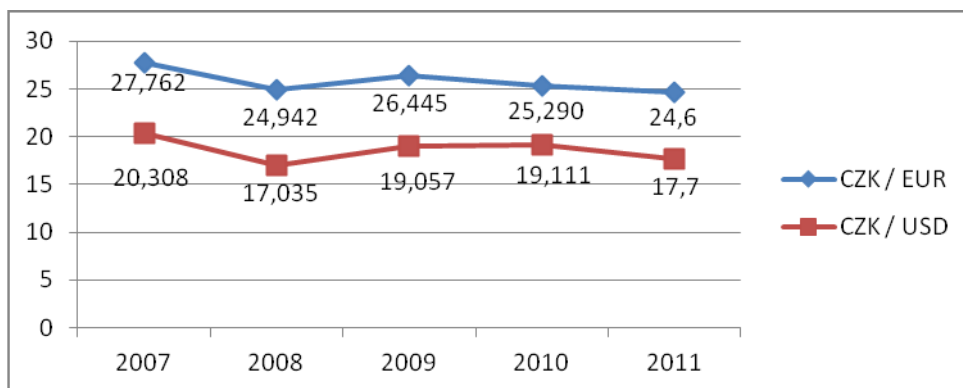
Míra inflace je v grafu vyjádřena přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen. Tento průměr se vypočítá jako procentní změna průměrné cenové hladiny za 12 měsíců roku proti průměrné cenové hladině 12 měsíců předchozího roku. V poměrně stabilním vývoji míry inflace razí rok 2008, kdy je zaznamenána nejvyšší míra inflace s hodnotou 6,3 %. K tomuto zvýšení mohla do jisté míry přispět změna sazby HDP z 5% na 9%, ale i jiné faktory jako např. zvýšení cen elektřiny, plynu, nájemného apod. V následujících letech 2009 a 2010 se inflace dostává opět na přijatelnou hodnotu 1% a 1,5%. Tato hodnota je považována za přijatelnou stabilní cenovou hladinu v ČR potažmo i v eurozóně.

Mezi další makroekonomický ukazatel řadíme **nezaměstnanost**. Tento další faktor rovněž působí na podnik MSA, a.s. a je vhodné se jím zabývat. Nezaměstnanost má ve sledovaných letech rostoucí charakter. Když se zaměříme na Moravskoslezský kraj, ve kterém podnik působí, nezaměstnanost je zde poměrně vysoká, dokonce vyšší než je celorepublikový průměr. Tento nárůst nezaměstnanosti bezesporu ovlivnila i ekonomická krize, která se naplno projevila v roce 2009. MSA, a.s. je poměrně významným zaměstnavatelem, který zaměstnává přes 500 zaměstnanců. Ekonomická krize se v podniku MSA, a.s. neprojevila výraznějším propouštěním a tím potažmo růstem nezaměstnanosti.

Důležitým faktorem pro podnik MSA, a.s. je **kurz koruny**, jelikož firma realizuje většinu svých zakázek na zahraničních trzích. V následujícím grafu 4. 2 je možné sledovat vývoj české koruny vůči euru a americkému dolaru v letech 2007 – 2011. Posilování koruny vede společnost MSA, a.s. obchodující převážně na zahraničních trzích do nepříjemné situace, kdy se stává výrobek společnosti pro zahraničí dražší a tím méně konkurenceschopný na trhu.

Od roku 2009 je možné vidět posilování koruny jak vůči euru tak také vůči americkému dolaru. Vývoj kurzu české koruny vůči euru a dolaru má podobný charakter.

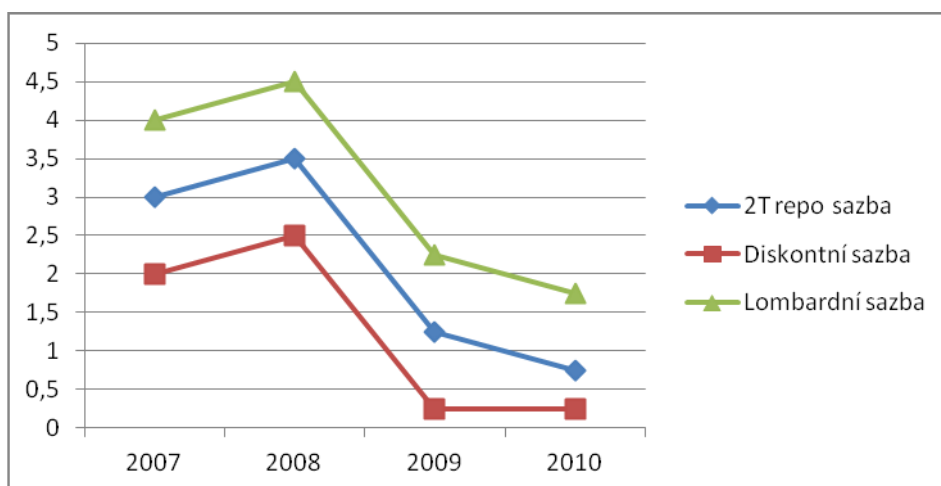
Graf 4. 2 vývoj české koruny vůči zahraničním měnám



Zdroj: vlastní zpracování

Dalším sledovaným makroekonomickým ukazatelem je vývoj **úrokových sazeb**. Hlavním měnovým nástrojem ČNB jsou tzv. repo operace, kterými banka ovlivňuje množství peněz v ekonomice. Základní doba těchto operací je 14 dní a vyhlášená repo sazba pak slouží jako maximální limitní sazba, za kterou mohou být banky při těchto operacích uspokojovány. Diskontní sazbou se rozumí úrok z diskontovaného úvěru. Touto sazbou ovlivňuje ČNB zprostředkovaně měnovou bázi. Poslední sledovanou sazbou je sazba lombardní, která je úrokem z lombardního úvěru. Tato sazba pak představuje horní mez pro krátkodobé úrokové sazby na peněžním trhu.

Graf 4.3 Vývoj úrokových sazeb



Zdroj: vlastní zpracování

Z grafického vyjádření (graf 4.3) je patrné, že se ČNB snaží ovlivňovat a posilovat ekonomický vývoj. Při pohledu na 2T repo sazby ale také diskontní a lombardní sazby, kde je vývoj podobný, je patrný nejdříve růst úrokových sazeb a následně propad. V roce 2007 jsou ještě patrné vysoké úrokové míry, od roku 2008 však sazby klesají. Tento trend je podobný trendu ekonomického vývoje. ČNB posiluje a oživuje ekonomiku právě snížením sazeb na hodnoty 0,75 (2T repo), 0,25 (diskontní sazba) a 1,75 (lombardní sazba).

Posledním sledovaným makroekonomickým ukazatelem je velikost **daně příjmů právnických osob**. V této oblasti nastává snižování a zlepšování situace pro právnické osoby podnikající na území ČR, tudíž i pro analyzovanou společnost MSA, a.s. Ve sledovaných letech se sazba daně neustále snižuje. V roce 2007 je sazba na úrovni 24%, v roce 2008 na úrovni 21%, v roce 2009 je daň z příjmů právnických osob na hodnotě 20% a v posledním sledovaném roce je daň stanovena již pod hranici dvaceti a to na hodnotě 19%. Tato 19% sazba se pak stabilizuje na několik následujících let.

4.1.2 Analýza mikroprostředí

Rozhodujícím předmětem podnikání společnosti MSA, a.s. je především výroba armatur a čerpadel. V klasifikaci ekonomických činností, která platí od ledna 2008 (CZ – NACE) je tento předmět podnikání umístěn v sekci C – zpracovatelský průmysl. Blíže je specifikace následující:

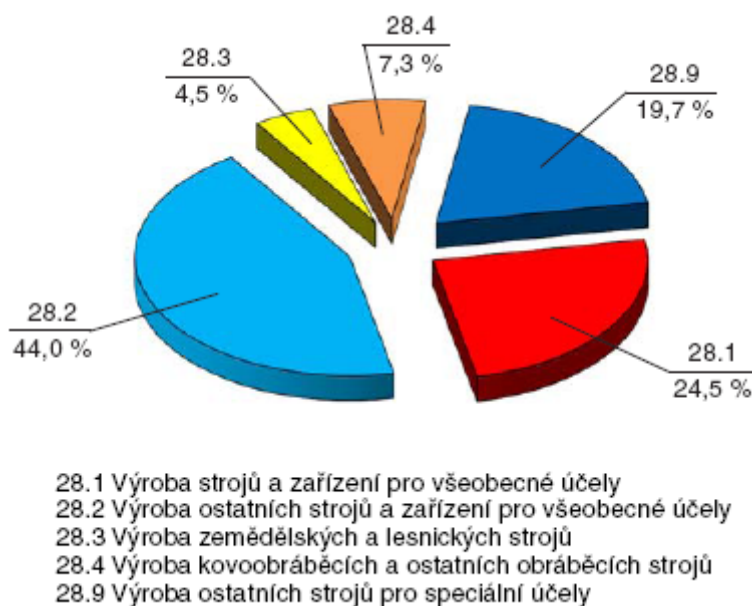
Sekce C – zpracovatelský průmysl

28 výroba strojů a zařízení

28.14 Výroba ostatních potrubních armatur

Výroba strojů a zařízení patří pod CZ – NACE 28 je významným odvětvím českého zpracovatelského průmyslu. Vývoj, výroba a prodej těchto zařízení je důležitý pro další vývoj českého hospodářství. Z následujícího grafu (graf 4.4) je patrné, že největší podíl na tržbách za prodej v odvětví má obor 28.2, který se podílí na tržbách 44,0% a obor 28.1, který se podílí 24,5%. Do tohoto oboru spadá i hlavní předmět podnikání MSA, a.s.

Graf 4. 4 Podíl na tržbách jednotlivých oborů



Zdroj: Ministerstvo průmyslu a obchodu

Odvětví CZ – NACE 28 zaujímá pomyslné třetí místo v tržbách za vlastní výrobky a služby zpracovatelského průmyslu, kde se v roce 2010 podílel 8%. V rámci zpracovatelského průmyslu pak zaujímá 10% podíl na počtu zaměstnanců.

V roce 2010 vykázal jediný obor (28.1) nárůst počtu podniků, jinak došlo spíše ke snížení počtu podniků v odvětví. Po začlenění České republiky do EU se zlepšují i podmínky pro zahraniční obchod a export do členských zemí. Dochází tedy k zvýšení kladného salda zahraničního obchodu a to i přes upevňování české koruny vůči euru a americkému dolaru. Toto kladné saldo si držely výrobky i v roce 2009, kdy dochází k největšímu vlivu hospodářské krize a tím i poklesu exportu. Také v posední ze sledovaných let má kladné saldo zahraničního obchodu.

Na základě trendů, které obory odvětví zpracovatelského průmyslu CZ – NACE 28 vykazují, lze říci, že „všeobecné strojírenství“ vykazuje růstovou dynamiku. Zároveň jsou však léta 2008 a 2009 zkouškou nejen pro podnik MSA, a.s., která prověřuje životaschopnost a konkurenceschopnost podniků.

4.2 Finanční analýza podniku

Zkoumá především zdraví podniku MSA, a.s. a to pomocí poměrových ukazatelů a Altmanova modelu.

4.2.1 Analýza poměrových ukazatelů

Součástí finanční analýzy podniku je i analýza poměrových ukazatelů. V podniku MSA, a.s. je zkoumána rentabilita, likvidita, zadluženost a aktivita v letech 2007 - 2010. Údaje z vývoje finanční analýzy a vývoje odvětví jsou pak jedním ze základních údajů pro prognózování plánovaných výkazů.

4.2.1.1 Rentabilita

Patří v praxi k nejvíce uváděným ukazatelům poměrové analýzy. Běžně se uvádí, že ukazatelé rentability by měly mít rostoucí charakter. Doporučené hodnoty nebývají u těchto ukazatelů uváděny. Údaje o hodnotách rentability celkového vloženého kapitálu, vlastního kapitálu, a rentability tržeb podniku MSA, a.s. uvádí následující tabulka 4. 6.

Tab. 4. 6 ukazatele rentability

Ukazatel	Vzorce	Rok			
		2007	2008	2009	2010
Rentabilita celkového vloženého kapitálu - ROA	(2.4)	9,08%	4,84%	10,36%	-9,00%
Rentabilita vlastního kapitálu - ROE	(2.5)	100,09%	6,95%	20,14%	-163,50%
Rentabilita tržeb - ROS	(2.6)	9,03%	0,64%	2,89%	-11,26%

Zdroj: vlastní zpracování

Rentabilita celkového vloženého kapitálu (ROA) nebere ohled na to, z jakých zdrojů byly činnosti podniku financovány, odráží pouze celkovou výnosnost vloženého kapitálu. V podniku MSA, a.s. má ROA kolísavý charakter a bylo by určitě lépe, kdyby rentabilita rostla nebo nabývala alespoň poměrně stabilních hodnot. Nejlépe si vede podnik v roce 2009, kdy na 1 Kč vloženého kapitálu připadá 10,36 Kč zisku. V roce 2009 se již mohlo zdát, že bude mít rentabilita rostoucí charakter. V roce 2010 však dochází k nevídanému poklesu. Za tuto změnu z 10,36% na zápornou hodnotu -9,00% může především veliká změna VH před zdaněním, který do vzorce vstupuje. VH je v tomto roce dokonce záporný a dosahuje hodnoty -123 602 tis. Kč. K lepšímu výsledku v posledním zkoumaném roce nepřispěje ani snižující se hodnota aktiv. Graficky je vývoj hodnot rentability celkového kapitálu zachycen v grafu 4. 6.

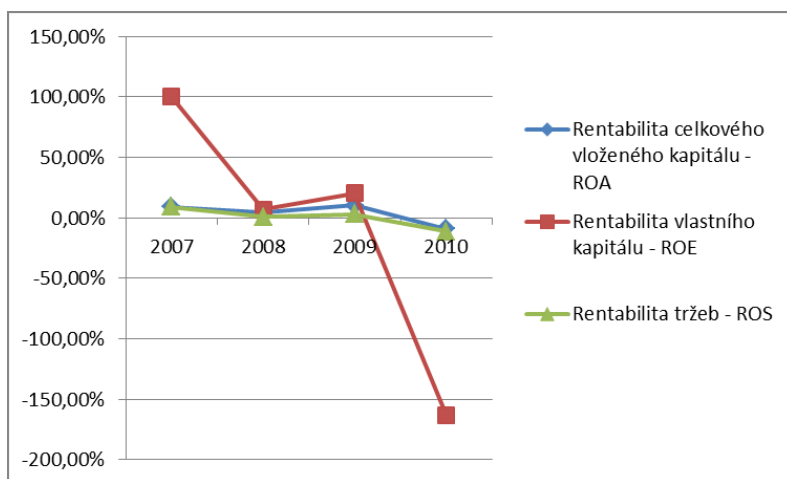
Míru ziskovosti vlastního kapitálu vloženého vlastníky podniku ukazuje rentabilita vlastního kapitálu (ROE). Dlouhodobě hodnota ROE nesmí být nižší nebo rovna výnosnosti

státních dluhopisů. Ukazatel ROE má ve sledovaných letech 2007-2010 kolísavý charakter. Velmi vysoká hodnota ROE v roce 2007 je zapříčiněna rekordním čistým ziskem dosahující skoro hodnoty 129 mil. Kč a snížením VK. Toto snížení VK bylo zapříčiněno vznikem položky oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách, kdy podnik podstoupil fúzi. Záporná hodnota v roce 2010 signalizuje pro podnik nepříjemnou situaci. Zatím co hodnota v roce 2009 byla pro investory přijatelná (20,14%) v roce 2010 klesla o – 163,5%. Tato hodnota ROE nedosahuje v žádném případě ani výnosnosti státních cenných papírů, a kdyby v podniku tato hodnota přetrvávala dlouhodobě, přivede podnik k zániku, neboť se investor bude snažit investovat své peníze jinde.

Rentabilita tržeb (ROS) charakterizuje zisk vztažený k tržbám. Tržní úspěch je podmíněn mnoha faktory a skutečná hodnota výrobku či služby nemusí být vždy rozhodující. Významnou roli hraje i marketingová strategie, reklama či cenová politika. V případě podniku MSA, a.s. je rentabilita tržeb kolísavá a v posledním roce, opět jako u předchozích typů rentability, záporná. V prvním ze sledovaných roků vychází nejvyšší hodnota 9,03%. Na 1 korunu tržeb zde připadá 9 korun zisku. Tuto hodnotu zapříčinil vysoký zisk. V dalším sledovaném roce zaznamenala společnost propad na hodnotu 0,64%, která je způsobena především z důvodu zvýšení cen rozhodujících vstupů do výroby (materiál, energie, výrobky potřebné pro kompletaci výroby aj.). Rok 2009 přinesl díky vzrůstu zisku malý vzrůst ukazatele rentability tržeb, ale v posledním zkoumaném roce 2010 klesla ROS na zápornou hodnotu -11,26%.

U grafu 4. 6. můžeme v čase sledovat u rentability spíše klesající charakter. Pro podnik je však výhodný spíše rostoucí trend těchto ukazatelů.

Graf 4. 6 Vývoj rentability v čase



Zdroj: vlastní zpracování

4.2.1.2 Zadluženost

V případě ukazatelů zadluženosti, které měří rozsah, v jakém podnik používá k financování svých aktiv cizí zdroje, byla provedena analýza ukazatele věřitelského rizika, podílu vlastního kapitálu a ukazatele úrokového krytí. Výsledky ukazatelů zadluženosti jsou patrné z následující tabulky 4. 7.

Tab. 4. 7 ukazatele zadluženosti

Ukazatel	Vzorce	Rok			
		2007	2008	2009	2010
Věřitelské riziko	(2. 11)	91,20%	88,49%	79,64%	92,18%
Podíl vlastního kapitálu	(2.12)	8,75%	11,51%	20,26%	7,81%
Úrokové krytí	(2. 13)	3,47	1,18	2,18	-2,33

Zdroj: vlastní zpracování

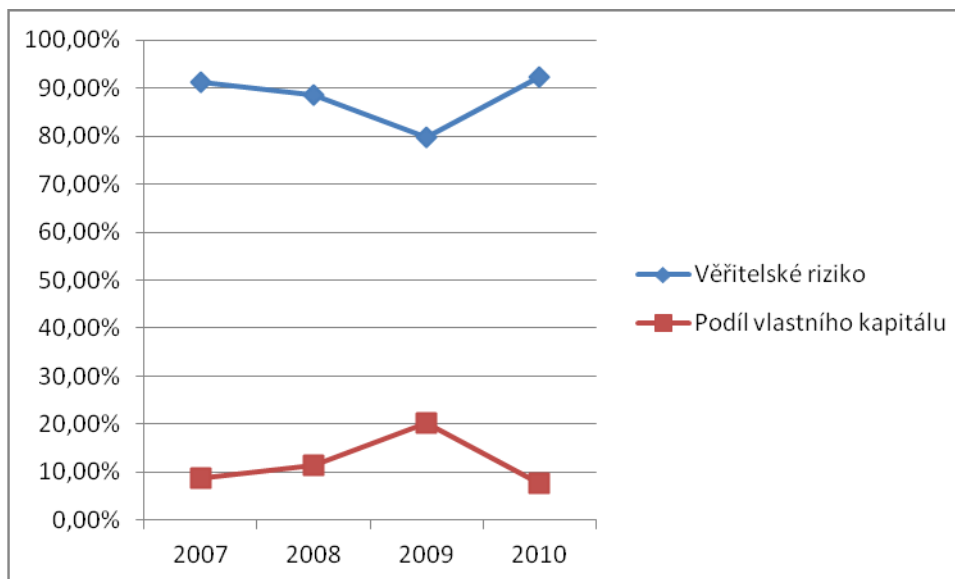
Věřitelé preferují nízký ukazatel **věřitelského rizika**, protože obecně platí, že čím vyšší hodnota věřitelského rizika, tím vyšší riziko věřitelů. Ve sledovaném období je věřitelské riziko až příliš vysoké. Pozitivně sice můžeme vnímat trend snižujícího se rizika, v roce 2010 je však patrné opětovné navýšení tohoto věřitelského rizika a to na hodnotu 92,18%. Narůstající tendence tohoto ukazatele v roce 2010 jsou zapříčiněny především mírně se snižující hodnotou aktiv a naproti tomu narůstající hodnotou cizího kapitálu, především krátkodobých závazků.

Podíl vlastního kapitálu je doplňkový ukazatel k věřitelskému riziku a součet těchto dvou ukazatelů by měl být přibližně 1. Udává, jak je podnik schopen krýt majetek svými zdroji. Zvyšování tohoto ukazatele je pozitivní jev, příliš vysoká hodnota ale může vést k poklesu výnosnosti vložených prostředků. Nejpriznivější je hodnota v roce 2009. Oproti tomu nejhůře si stojí následující rok 2010 s hodnotou 7,81%, z důvodu razantního snížení vlastního kapitálu v tomto roce (snížení výsledku hospodaření)

Posledním zkoumaným ukazatelem je **úrokové krytí**. Informuje o tom, kolikrát zisk převyší placené úroky. Sedláček (2007) ve své publikaci uvádí, že je postačující, jsou-li úroky pokryty zisky 3-6x. Tento požadavek splňuje společnost MSA, a.s. pouze v roce 2007, kdy ukazatel dosáhl hodnoty 3,47. Zisk tedy převyšil placené úroky více jak 3x. Záporná hodnota ukazatele v posledním zkoumaném roce je zapříčiněna především ztrátou v tomto roce.

Vývoj ukazatelů zadluženosti v letech 2007 – 2010 naznačuje následující graf 4. 7.

Graf. 4. 7 vývoj zadluženosti v čase



Zdroj: vlastní zpracování

4.2.1.3 Likvidita

V případě analýzy likvidity jsou zkoumány tři základní ukazatele a to běžná, pohotová a okamžitá likvidita. Výsledky podniku MSA, a.s. jsou uvedeny v následující tabulce 4. 8.

Tab. 4.8 ukazatele likvidity

Ukazatel	Vzorec	Rok			
		2007	2008	2009	2010
Běžná likvidita	(2. 1)	1,14	1,20	1,01	0,83
Pohotová likvidita	(2. 2)	0,43	0,52	0,45	0,42
Okamžitá likvidita	(2. 3)	0,03	0,04	0,08	0,06

Zdroj: vlastní zpracování

Běžná likvidita vypovídá o tom, jak je podnik schopen uspokojit věřitele, kdyby proměnil veškerá oběžná aktiva na hotovost. Jak je již naznačeno v teoretické části práce uvádí literatura doporučené hodnoty v rozmezí 1,5 - 2,5. Ani jedna z hodnot běžné likvidity MSA, a.s. nesplňuje doporučenou hodnotu. Snižující se hodnota běžné likvidity je zřejmě způsobena stále se zvyšujícím závazkům vůči řídicí a ovládající osobě. Snižování likvidity

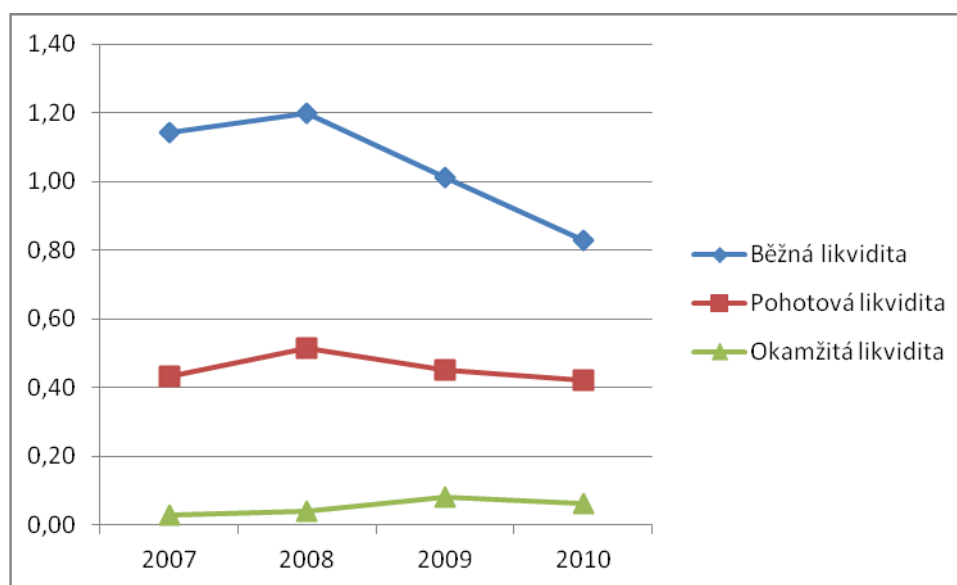
vede ke snížení platební schopnosti podniku, proto je dobré tento snižující se trend dále sledovat aby se podnik nedostal do obtížné finanční situace.

Další analyzovanou likviditou je **likvidita pohotová**. Tato likvidita na rozdíl od likvidity běžné vylučuje z oběžných aktiv zásoby a ponechává v čitateli jen peněžní prostředky. V teoretické práci již byla zmíněná doporučená hodnota Sedláčka (2007), která by neměla klesnout pod hodnotu 1. V případě analyzované společnosti MSA, a.s. není tato doporučená podmínka splněna a v celém sledovaném období se hodnota drží okolo 0,5.

Poslední ze zkoumaných ukazatelů likvidity je **likvidita okamžitá**, ta měří schopnost podniku hradit právě splatné dluhy. Sedláček (2007) udává, že je likvidita zajištěna při hodnotě alespoň 0,2. U společnosti MSA, a.s. je opět tato podmínka nedodržena a to ve všech sledovaných letech. Nutno však dodat, že nedodržení těchto hodnot nemusí znamenat finanční problémy. Pro podnik je neefektivní držet větší množství peněz v hotovosti a na bankovním účtu, protože nepřináší podniku žádný zisk.

Graficky je znázorněn i pohled na vývoj likvidity ve zkoumaných letech 2007-2010. Hodnoty se nepohybují v doporučených hladinách, přesto však mají poměrně stabilní charakter.

Graf 4.8 vývoj likvidity v čase



Zdroj: vlastní zpracování

4.2.1.4 Aktivita

Jak efektivně podnik MSA, a.s. pracuje se svými aktivy, naznačují ukazatele aktivity. Pokud jich má podnik více než je účelné, vznikají pak zbytečné náklady a tím se snižuje i zisk. Následující tabulka 4. 9 ukazuje výsledky zkoumaných ukazatelů aktivity.

Tab. 4. 9 ukazatele aktivity

Ukazatel	Vzorce	Rok			
		2007	2008	2009	2010
Obrat celkových aktiv (počet obrátů)	(2.7)	0,97	1,25	1,41	1,13
Doba obratu celkových aktiv (dny)		376	291	258	322
Doba obratu zásob (dny)	(2.8)	170	120	99	112
Doba obratu pohledávek (dny)	(2.9)	94	81	64	97
Doba obratu závazků (dny)	(2.10)	238	176	177	274

Zdroj: vlastní zpracování

Obrat celkových aktiv patří vedle ukazatele rentability tržeb ke klíčovým ukazatelům efektivnosti. Doporučuje se zvyšující se hodnota tohoto ukazatele. Doporučenou minimální hranici jednoho obratu za rok nedodržel podnik MSA, a.s. jen v jednom roce sledovaného období, v roce 2007. Dochází zde k poměrně nízké hodnotě tržeb a zároveň pak vysoké hodnotě celkových aktiv, kterou zapříčinila poměrně vysoká hodnota oběžných aktiv a pohledávek za upsaný základní kapitál.

Doba obratu zásob naznačuje intenzitu využití zásob. Uvádí, jak dlouho jsou oběžná aktiva vázaná ve formě zásob. V podniku MSA, a.s. je vidět nejprve snižující se tendence tohoto ukazatele, což vnímáme jako pozitivní trend. V posledním sledovaném roce se však doba obratu navýšila z 99 dnů na 112 dnů. Toto opětovné navýšení doby obratu zásob bylo v podniku způsobeno především snížením tržeb v roce 2010.

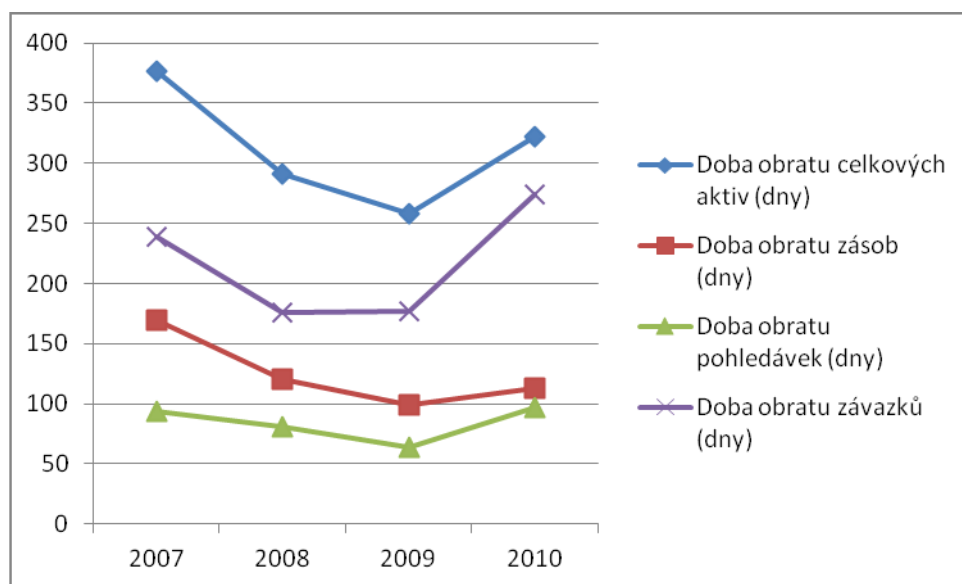
Doba obratu pohledávek vyjadřuje, za jak dlouhé období jsou pohledávky v průměru spláceny. Doporučenou hodnotou je samozřejmě běžná doba splatnosti faktur. Platební morálka dodavatelů má do roku 2009 zlepšující se charakter. V roce 2010 roste doba obratu pohledávek na 97 dnů. Doba splatnosti faktur je v podniku MSA, a.s. různorodá, nejvyšší

však 90 dnů. Z analýzy tedy vyplývá, že většina odběratelů hradí své závazky až po době splatnosti.

Posledním z analyzovaných ukazatelů aktivity je doba obratu závazků. Ukazatel vypovídá o tom, jak rychle jsou spláceny závazky firmy. Obecně by měla být doba obratu závazků vyšší než doba obratu pohledávek, a to z důvodů zajištění platební schopnosti podniku. U analyzované společnosti sice tato podmínka platí ve všech letech, přesto je doba závazků příliš vysoká. Firma nepřilíš dobře dodržuje obchodně úvěrovou politiku a to může odradit některé věřitele.

Graficky je vývoj doby obratu aktiv, zásob, pohledávek a závazků znázorněny níže.

Graf 4. 9 vývoj aktivity v čase



Zdroj: vlastní zpracování

4.2.2 Souhrnné modely

Vyjádřit úroveň finanční situace podniku jedním číslem je úkolem souhrnných modelů. V případě analýzy podniku MSA, a.s. je využit model Altmanova Z-scóre.

4.2.2.1 Altmanovo Z-scóre

Určitým doplňkovým faktorem finanční analýzy může být Altmanova formule bankrotu. Uspokojivou finanční situaci naznačuje hodnota ukazatele větší než 2,9. V této situaci se nenachází podnik MSA, a.s. ani v jednom z analyzovaných let. Pokud je hodnota Z – faktoru v rozmezí od 1,8 do 2,9, podnik se nachází v oblasti šedé zóny, která je obvyklá pro mnoho českých firem. Tato situace nastává v podniku v letech 2008 a 2009 a je dostačující

pro přežití podniku. Nepříjemná situace ale nastává v posledním analyzovaném roce 2010, kdy se hodnota dostala pod hranici 1 na hodnotu 0,85. Podle Altmana je takováto firma ohrožena vážnými finančními problémy. Tento sledovaný rok je po finanční stránce hodnocen spíše jako negativní. Pokud by takovéto hodnoty přetrvávaly, je firma MSA, a.s. opravdu ohrožována bankrotem. Bereme ale v úvahu nepříznivou situaci v celé ekonomice a nedobrý výsledek je možné částečně omluvit celosvětovou ekonomickou krizí.

Tab. 4.10 Výsledky Altmanova Z-scóre

Ukazatel	Váha	Rok				Celkem			
		2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
X ₁	3,3	0,06	0,01	0,06	-0,13	0,21	0,02	0,18	-0,42
X ₂	1	1,00	1,32	1,52	1,18	1,00	1,32	1,52	1,18
X ₃	0,6	0,02	0,02	0,03	0,03	0,01	0,01	0,02	0,02
X ₄	1,4	0,17	0,21	0,30	0,18	0,24	0,29	0,43	0,25
X ₅	1,2	0,09	0,12	0,01	-0,14	0,11	0,14	0,01	-0,17
Z FAKTOR						1,57	1,80	2,16	0,85

Zdroj: vlastní zpracování

4.3 Finanční plán

Dlouhodobý finanční plán byl sestaven v rozsahu potřebném pro ocenění společnosti pro roky 2011 – 2015. Součástí finančního plánování je plánovaná rozvaha a plánovaný výkaz zisku a ztráty. Tyto plánované výkazy jsou součástí příloh 4, 5 a 6.

4.3.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Pro oceňování podniku výnosovými metodami je nezbytný plánovaný výkaz zisku a ztráty. V tomto případě je nutné co nejlépe odhadnout tržby a náklady následujících let.

4.3.1.1 Plán tržeb

Plánování tržeb podniku MSA, a.s. ovlivňuje budoucí vývoj podniku. Vychází se zde především z minulého vývoje tržeb ve sledovaném období 2007 – 2010 jak u podniku, tak

také z vývoje tržeb v odvětví. Dalším důležitým faktorem plánování tržeb je prognóza tržních podmínek odvětví. Tržby v odvětví rostly průměrně o 6,68 %, v podniku rostly tržby za sledované období pouze o 1,2%. Tento nízký průměrný růst způsobují především roky 2009 a 2010, kdy byly tržby podniku nízké. Celkové tržby v roce 2010 nesplnily zcela očekávání managementu. Naplno se v této oblasti projeví dopady celosvětové ekonomické krize, přesto se i v tomto roce podařilo udržet stávající odběratele a vytvářet podmínky pro získávání zakázek do dalších let. V následujících letech se předpokládá růst tržeb a zlepšení ekonomické situace. Na základě vývoje jsme tedy pro rok 2011 zvolili růst 5%, v roce 2012 růst 6%, a v následujících letech již po zlepšení situace v celé ekonomice růst tržeb 8%.

Tab. 4.11 Prognóza tržeb (tis. Kč) v následujících letech

	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	1121571	1188865	1283975	1386693	1497628
Tržby z prodeje zboží	21561	22854	24683	26657	28790

Zdroj: vlastní zpracování

4.3.1.2 Plán výnosů

Nejvýznamnější výnosové položky, jimiž jsou tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb a tržby z prodeje zboží, jsou již odhadnuty a dále se tedy budeme zabývat dalšími výnosovými položkami. Změna stavu zásob vlastní činnosti vykazovala meziroční pokles průměrně o 1%. Další plánovanou položkou je aktivace, kterou publikace Maříka (2007) navrhuje plánovat dle výše v minulosti. Pokud vynecháme extrémní hodnotu v roce 2009, můžeme počítat s meziročním růstem okolo 15 000 tis. Kč. Dále budou naplánovány tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu, u kterých se předpokládá meziroční růst o 10% a ostatní provozní výnosy, kde počítáme se stejným růstem jako u tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb.

Dalšími položkami, u kterých se předpokládá snižování v průběhu následujících let, jsou výnosové úroky meziročně klesající o 5% a ostatní finanční výnosy meziročně klesající rovněž o 5%.

4.3.1.3 Plán nákladů

Součástí plánování výkazu zisku a ztráty je i plán nákladů. Tento je také důležitým krokem při oceňování podniku. Zásadní položkou nákladů v podniku MSA, a.s. je výkonová

spotřeba. V podniku MSA, a.s. můžeme sledovat rostoucí ceny vstupů jednotlivých materiálů potřebných k výrobě armatur a čerpadel a také zvyšování cen energií, které pak způsobuje především růst cen ropy na světových trzích. Tempo růstu položky výkonové spotřeby tvořila v minulém období v průměru 80% tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb. Budeme proto z této hodnoty vycházet i nadále.

Další důležitou nákladovou položkou jsou osobní náklady, které tvoří především mzdové náklady, odměny členům orgánů společnosti a družstva, zákonné sociální pojištění a ostatní sociální náklady. Při plánování těchto nákladů vycházíme z celkových tržeb, kdy osobní náklady tvoří zhruba 17% z tohoto objemu. 70% osobních nákladů jsou náklady mzdové, 3% náklady na odměny členům orgánů společnosti a družstva, 24% představují náklady na sociální a zdravotní pojištění a zbývajících 3% připadají na ostatní sociální náklady. Pripustíme, že osobní náklady porostou meziročně ještě o 2% z důvodu zvyšování mzdových nákladů.

Významný podíl na celkových nákladech mají také provozní náklady. Především daně a poplatky, odpisy a ostatní provozní náklady. Daně a poplatky zahrnuje veškeré daně a poplatky, které společnost MSA, a.s. platí. Výjimkou je pouze daň z příjmů. Nepředstavují příliš výraznou položku nákladů, očekáváme však mírný růst o 2%. Odpisy byly z minulého vývoje v podniku stanoveny jako 10% z dlouhodobého majetku. S touto hodnotou budeme počítat i pro roky budoucí. Poměrně vysoký podíl na nákladech společnosti mají provozní náklady, ty představují přibližně 6% z celkových tržeb podniku, z této hodnoty budeme vycházet i nadále.

U finančních nákladů společnosti se zaměříme na nákladové úroky a ostatní finanční náklady. Společnost disponuje úvěry a finančními výpomocemi, proto u MSA, a.s. existuje položka nákladové úroky. Nákladové úroky v podniku jsou poměrně stabilní, přesto se očekává mírný meziroční růst o 1%. U ostatních finančních nákladů se rovněž předpokládá růst této položky o 8%.

Daň z příjmů je v roce 2010 stanovena ve výši 19% a předpokládá se, že v následujících letech zůstane stabilní, proto je tato sazba použita na celé plánované období.

4.3.2 Plánovaná rozvaha

Dále se budeme zabývat odhadem nejdůležitějších položek rozvahy, které jsou dále potřebné pro správné ocenění podniku.

4.3.2.1 Plán pracovního kapitálu

Tento plán zaznamenává především jednotlivé položky zásoby, pohledávky krátkodobé i dlouhodobé, krátkodobé závazky.

Zásoby predikujeme především na základě minulosti v poměru k celkovým tržbám. Zásoby v předchozím období tvoří přibližně 34% celkových tržeb. Ze zásob pak tvoří nejvíce materiál (55%), další výraznou položkou je nedokončená výroba a polotovary, která zaujímá v průměru téměř 30% zásob. Poslední významnou položkou je položka výrobky (15%). Zboží se na zásobách podílí jen nepatrně hodnotou 0,5%. S těmito hodnotami budeme počítat i meziročně do budoucna.

Podobně jsou odvozeny i krátkodobé pohledávky, ty tvoří průměrně 23% celkových tržeb. Nejvýznamnější položkou krátkodobých pohledávek jsou pohledávky z obchodních vztahů, které zaujímají téměř 70% z celku. Méně významné jsou pohledávky vůči ovládající a řídící osobě tvořící 23% z krátkodobých pohledávek. Dalšími položkami krátkodobých pohledávek jsou daňové pohledávky státu s předpokládaným meziročním tempem růstu (5%), krátkodobé poskytnuté zálohy (1%) a jiné pohledávky (1%).

Krátkodobé závazky se plánují podle toho, k jaké položce nákladů náleží. Největší podíl na krátkodobých závazcích mají závazky z obchodních vztahů. Ty představují přibližně 25% z nákladových položek výkonová spotřeba a prodané zboží. Na základě osobních nákladů byly odhadovány položky závazky vůči ovládající a řídící osobě, které tvoří 44% z krátkodobých závazků, závazky k zaměstnancům a závazky za sociální zabezpečení a zdravotní pojištění. Závazky k zaměstnancům tvoří přibližně 5% osobních nákladů a závazky za sociální zabezpečení a zdravotní pojištění jsou průměrně 3%.

4.3.2.2 Plán aktiv

Celková aktiva tvoří dlouhodobý a oběžný majetek. Oběžný majetek jsme již prognózovali v předchozí části plánu pracovního kapitálu, proto se zde zaměříme na dlouhodobý majetek společnosti MSA, a.s. Dlouhodobý majetek tvoří menší podíl aktiv než majetek oběžný. V průběhu sledovaných let je to 19-29 % celkových aktiv, průměrně pak 26%.

Nehmotný dlouhodobý majetek má v podniku MSA, a.s. klesající tendenci. Předpokládáme však, že hodnota 414 tis. Kč bude v následujících letech přinejmenším zachována, jelikož podnik si udržuje speciální software.

Největší podíl na dlouhodobém majetku společnosti má dlouhodobý hmotný majetek. Z dlouhodobého hmotného majetku jde především o položku stavby. MSA, a.s. neplánuje v současné době větší investice do dlouhodobého majetku. Pro obnovu a běžnou obměnu strojů je počítán meziroční růst většiny položek dlouhodobého majetku o 5%.

Časové rozlišení v minulém období tvoří jen necelých 0,8% z celkových aktiv. Tato položka obsahuje především náklady příštích období, a i když je tato položka poměrně nevýznamná, počítáme s průměrným růstem 5%.

4.3.2.3 Plán pasiv

Pro celkové plánování rozvahy je důležité také naplánovat pasiva podniku. Ty se podle zásady musí i v prognózách rovnat aktivům podniku.

Vlastní kapitál je tvořen převážně rezervními fondy podniku a výsledky hospodaření z minulých let. Položka základního kapitálu je v minulosti po celé sledované období 2007-2010 neměnná. Předpokládá se tedy stabilní hodnota této položky i v následujícím období. Stejně tak má poměrně stabilní charakter i položka kapitálových fondů a rezervních fondů. Tyto položky zůstanou tedy pro následující roky stejné. Změna nastane v položce výsledek hospodaření z minulých let. V podniku existuje poměrně vysoký nerozdělený zisk z minulých let. Díky ztrátě v roce 2010 se předpokládá snížení položky výsledek hospodaření z minulých let. Dále pak bude položka zase narůstat.

Další odhadovanou položkou jsou cizí zdroje podniku. Největší podíl na cizích zdrojích mají krátkodobé závazky a bankovní úvěry a výpomoci. Tyto odhadneme do budoucna pomocí minulého vývoje v podniku. U rezerv se předpokládá meziroční růst. Podnik plánuje vytváření rezerv na záruční opravy výrobků a rezervy na nevyúčtované smluvní pokuty. U krátkodobých závazků plánujeme růst jen o 2% ročně. Tuto položku nejvíce ovlivňují závazky z obchodních vztahů a závazky vůči ovládající a řídící osobě. Poslední položkou cizích zdrojů jsou bankovní úvěry a výpomoci, kdy podnik předpokládá postupné snižování těchto cizích zdrojů a proto predikujeme meziroční pokles o 20%.

Časové rozlišení pasiv tvoří především výdaje příštích období. Ty se podílí na celkových pasivech průměrně 0,04%, což je zanedbatelná položka. Zde plánujeme růst o 5%.

4.4 Ocenění metodou účetní hodnoty

Tato metoda vychází ze skutečných cen pořízení majetku. Doporučuje se však jako základ pro posouzení a porovnání s jinými metodami ocenění. Slouží jako doplňková informace, zda je zjištěná hodnota ocenění vyšší nebo nižší než hodnota účetní.

Nejprve se ocení jednotlivé složky aktiv a při jejich součtu získáme souhrnné ocenění aktiv. Po dopočtu hodnoty dluhů a závazků získáme hodnotu vlastního kapitálu.

Tab. 4. 12 Účetní hodnota podniku MSA, a.s. k 1. 1. 2011

Celkový majetek podniku v účetní hodnotě	960 560 000
Celkové závazky v účetní hodnotě	885 461 000
Účetní hodnota podniku	75 099 000

Zdroj: vlastní zpracování

Dle metody účetní hodnoty podniku má společnost MSA, a.s. k 1. 1. 2011 oceňovací **hodnotu 75 099 000 Kč**. Je dobré připomenout, že tato hodnota nezohledňuje budoucí vývoj a proto je spíše doplňková.

4.5 Dvoufázová metoda

Protože je nemožné plánovat peněžní toky pro jednotlivá léta nekonečně dlouho (předpokládáme totiž nekonečně dlouhou existenci podniku) je vhodné použít dle Maříka (2007) dvoufázovou metodu, která se v praxi obvykle využívá.

Metoda je založena na rozdělení budoucích období na dvě fáze. První fázi předpokládáme od roku 2011 do roku 2014. Druhá fáze na tu předchozí bezprostředně navazuje a trvá donekonečna. Dvoufázovou metodu využijeme k výpočtu hodnoty podniku pro obě metody, tedy pro metodu DCF i pro metodu kapitalizovaných výnosů. Metoda je daleko přesnější než jednofázová metoda, kdy se předpokládá stejné chování po celé období.

4.6 Metoda diskontovaných peněžních toků DCF – entity

Pro stanovení hodnoty podniku MSA, a.s. byla vybrána metoda dvoufázová - DCF entity. První fázi zahrnují roky 2011-2014, druhou fázi pak rok 2015 a další. Základem pro tuto metodu je předpoklad nekonečného trvání společnosti MSA, a.s. Ocenění je provedeno k 1. 1. 2011. Nutné je naplánovat a vypočítat především položky FCFF a WACC.

4.6.1 Stanovení FCFF

Ke stanovení FCFF je třeba použít plánované výkazy, které jsou odhadnuty v kapitole finančního plánu. Při stanovení peněžních toků pro vlastníky a věřitele (FCFF) pro jednotlivé roky je třeba upravit provozní výsledek hospodaření na korigovaný výsledek hospodaření (KPVH). Z provozního výsledku odečteme tržby z prodaného majetku a přičteme náklady z prodaného majetku. Tímto upravíme provozní výsledek o výnosy a náklady, které nejsou spojené s hlavní činností podniku.

Tab. 4. 13 Výpočet korigovaného výsledku hospodaření (v tis. Kč)

	2011	2012	2013	2014	2015
Provozní výsledek hospodaření	110359	131502	154804	178867	203762
(-) Tržby z prodaného majetku	26190	28809	31690	34859	38345
(+) Náklady z prodaného majetku (ZC)	5533	5256	4993	4744	4507
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	89701	107950	128107	148752	169924

Zdroj: vlastní zpracování

Pro stanovení vývoje FCFF musíme stanovit přírůstky čistého pracovního kapitálu. Z plánovaných výkazů jsme stanovili přírůstky ČPK (tab. 4. 14). Bližší výpočty jsou pak uvedeny v příloze 8.

Tab. 4. 14 Přírůstky čistého pracovního kapitálu (v tis. Kč)

	2011	2012	2013	2014	2015
ČPK	-125727	-100476	-59257	-13809	36221
ΔČPK	13343	25251	41218	45448	50031

Zdroj: vlastní zpracování

Poslední položkou, kterou je třeba pro výpočet FCFF naplánovat, jsou investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a investice do provozně nutného pracovního kapitálu. Tyto hodnoty jsou vypočteny z provozně nutného investovaného kapitálu. Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku se vypočtou jako změna dlouhodobého majetku + odpisy za daný rok. Investice do provozně nutného pracovního kapitálu se vypočtou stejným způsobem, jako změna pracovního kapitálu. Výsledné hodnoty investovaného kapitálu pro podnik MSA, a.s. jsou v následující tabulce 4. 15. Výpočty provozně nutného

investovaného kapitálu a investic do provozně nutného DM a pracovního kapitálu jsou naznačeny v příloze 8.

Tab. 4. 15 Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu (v tis. Kč)

	2011	2012	2013	2014	2015
Provozně nutný dlouhodobý majetek	258 496	271 400	284 949	299 176	314 114
Provozně nutný pracovní kapitál	-117 634	-91 979	-50 336	-4 442	46 058
Provozně nutný investovaný kapitál	140 861	179 421	234 613	294 734	360 172
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	40 957	42 890	44 918	47 047	49 281
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	13 729	25 656	41 643	45 894	50 499

Zdroj: vlastní zpracování

Po zjištění potřebných dat pro výpočet můžeme stanovit FCFF pro léta 2011 – 2015. Výsledné údaje jsou znázorněny v následující tabulce 4. 16 a rozděleny na dvě fáze pro výpočet hodnoty podniku dvoufázovou metodou. Do první fáze spadají roky 2011 – 2014, druhá fáze pak začíná rokem 2015 a pokračuje donekonečna.

Tab. 4. 16 Stanovení FCFF (v tis. Kč)

	1. fáze				2. fáze
	2011	2012	2013	2014	2015
korigovaný provozní výsledek hospodaření	89 701	107 950	128 107	148 752	169 924
daň	7 387	8 379	9 665	10 966	12 278
KPVH po zdanění	82 314	99 571	118 442	137 786	157 646
odpisy	28 667	29 986	31 369	32 820	34 343
změna ČPK	13 343	25 251	41 218	45 448	50 031
investice do provozně nutného DM	40 957	42 890	44 918	47 047	49 281
investice do provozně nutného prac. kapitálu	26 018	38 560	55 192	60 121	65 437
FCFF	30 663	22 856	8 482	17 991	27 239

Zdroj: vlastní zpracování

Výpočet FCFF pro jednotlivé roky 2011 – 2015 je naznačen v příloze 7.

4.6.2 Stanovení WACC

Pro výpočet nákladů kapitálu je použit stavebnicový model. Stavebnicové modely se využívají především pro stanovení WACC v ekonomice s nedokonalým kapitálovým trhem a dále krátkou dobou fungování tržní ekonomiky. V těchto podmínkách nelze použít model CAPM a arbitrážní model. Stavebnicový model využívá ministerstvo průmyslu a obchodu, které vychází z předpokladu modelu MM II.

Nejprve si dle stavebnicového modelu v souladu s MM II stanovíme rizikové přírážky a dále pak vypočítáme náklady kapitálu nezadlužené firmy, stanoveny pomocí stavebnicové metody vzorcem (2. 40).

Určení rizikových přírážek

Rizikové přírážky jsou určeny jak pro rok 2010, který je brán jako minulost, tak pro roky 2011 – 2015.

Bezriziková úroková míra (R_f) byla podle zdrojů z ministerstva průmyslu a obchodu stanovena nejprve na hodnotu 3,71%. Jde o velikost bezrizikové sazby určenou jako výnos do doby splatnosti státních dluhopisů ČR 10R. V následujících letech počítáme s mírným růstem této úrokové míry.

Přírážka za velikost podniku (R_{LA}) byla stanovena na 4,88%. Dluhošová (2008) udává, že pokud je $UZ > 100$ mil. Kč a zároveň je $UZ < 3$ mld. Kč použije se propočet dle vzorce (2. 43). Společnost má UZ_{2010} v hodnotě 134 976 tis. Kč, proto vychází R_{LA} na úrovni 4,88%. UZ se v následujících letech předpokládá stále v rozmezí od 100 mil. Kč do 3 mld. Kč a proto se i nadále počítá dle vzorce (2. 43). Díky zvyšující se hodnotě úplatných zdrojů se hodnota R_{LA} v následujících letech mírně snižuje.

Přírážka za podnikatelskou sílu ($R_{podnikatelské}$) je závislá na ukazateli EBIT/A. Ten je pak porovnáván s ukazatelem $X1$, který se stanoví podle vzorce (2. 44). V roce 2010 je hodnota ukazatele $EBIT/A < 0$, proto je $R_{podnikatelské} = 10,00\%$. V následujících letech je tento ukazatel nižší.

Dále je třeba určit **rizikovou přírážku finanční stability na bázi likvidity ($R_{finstab}$)**. Je-li celková likvidita podniku < 1 pak je $R_{finstab}$ na úrovni 10,00%. Celková likvidita podniku v roce 2010 vychází na 0,83. Za celé predikované období není celková likvidita podniku vyšší než 1. Proto $R_{finstab}$ vychází na úrovni 10,00% od roku 2011 až po rok 2015.

Náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy jsou vypočteny dle stavebnicové metody, kdy sečteme všechny námi určené rizikové přírážky.

Tab. 4. 17 Náklady celkového kapitálu nezadlužené společnosti (v %)

	minulost	plán				
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
R_f	3,71	3,75	3,8	3,8	3,8	3,8
$R_{\text{podnikatelské}}$	10	0,12	1,8	3,78	5,52	6,86
R_{finstab}	10	10	10	10	10	10
R_{la}	4,88	4,79	4,67	4,54	4,38	4,21
$WACC_u$	28,59	18,66	20,27	22,12	23,7	24,87

Zdroj: vlastní zpracování

Podle této metody se určují i celkové náklady zadlužené firmy v souladu s MM II. Po dosazení do vzorce (2. 41) vychází celkové náklady kapitálu MSA, a.s. a po dosazení do vzorce (2. 42) vychází R_E , tak jak udává následující tabulka 4. 18.

Tab. 4. 18 WACC a R_E společnosti MSA, a.s. (v %)

	minulost	plán				
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
WACC	28,25	18,49	20,13	22,01	23,61	24,80
R_E	51,07	26,36	24,94	25,26	25,82	26,30

Zdroj: vlastní zpracování

Výpočet WACC a R_E je uveden v příloze 9.

Nyní již máme nadefinovány všechny důležité údaje pro výpočet hodnoty podniku MSA, a. s. metodou DCF – entity. Pro výpočet hodnoty je nutné znát volné peněžní toky do firmy, dále náklady celkového kapitálu, diskontní faktor $(1+WACC)^t$. FCFF se pak diskontním faktorem roznásobí a vzniká diskontované FCFF. S těmito údaji lze vypočítat hodnotu podniku 1. fáze.

Po výpočtu 1. fáze je nutné stanovit pokračující hodnotu podniku. Tu určíme dle vzorce (2. 37). Pokud vypočteme pokračující hodnotu, je možné stanovit hodnotu 2. fáze. Po součtu první a druhé fáze získáme celkovou hodnotu ocenění podniku MSA, a.s. metodou DCF-entity pomocí stavebnicové metody.

Celková hodnota podniku MSA, a.s. vychází dle metody DCF – entity na částku **160 699 000 Kč**. Výpočet je naznačen v následující tabulce 4. 19 a v příloze 10.

Tab. 4. 19 Hodnota podniku MSA, a.s. metodou DCF – entity

	1. fáze				2. fáze
	2011	2012	2013	2014	2015 a dále
Free cash flow to firm (FCFF)	42 953	35 760	22 032	32 217	42 177
Náklady celkového kapitálu (WACC = R_A) v %	18,49	20,13	22,01	23,61	24,80
Diskontní faktor (d_f)	0,8440	0,6929	0,5506	0,4283	
Diskontované free cash flow to firm ($dcFCFF_t$)	36 250	24 780	12 130	13 800	
Hodnota 1. fáze (V1)	86 960				
Pokračující hodnota (PH)	172 152				
Hodnota 2. fáze (V2)	73 739				
Hodnota celkem	160 699				

Zdroj: vlastní zpracování

4.7 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Pro stanovení hodnoty podniku MSA, a.s. k 1. 1. 2011 metodou kapitalizovaných čistých výnosů použijeme metodu analytickou, která je založena na prognóze budoucích upravených výsledků hospodaření a vychází z plánovaných výkazů. Jak již bylo zmíněno v teoretické části této diplomové práce, nachází podobnost s metodou DCF. Místo peněžních toků však používá k výpočtu upravených budoucích výsledků hospodaření.

Základem pro výpočet hodnoty je budoucí čistý zisk upravený o mimořádné položky. V případě MSA, a.s. nejsou tyto mimořádné položky v letech 2011 – 2015 předpokládány, proto není nutné čistý zisk upravovat.

Hodnota podniku je opět jako u předešlé varianty počítána dvoufázovou metodou. Náklady vlastního kapitálu (R_E) jsou počítány stavebnicovou metodou dle vzorce (2. 42), používanou ministerstvem průmyslu a obchodu. Čistý zisk je diskontním faktorem převeden na diskontovaný výsledek hospodaření. Po součtu diskontovaných výsledků hospodaření z let 2011 – 2014 stanovíme hodnotu první fáze. Pokračující hodnotu vypočteme jako čistý zisk z prvního roku druhé fáze, dělený náklady vlastního kapitálu druhé fáze. Hodnotu druhé fáze získáme, pokud násobíme pokračující hodnotu diskontním faktorem posledního roku první

fáze. Při součtu první a druhé fáze získáme konečnou hodnotu vlastního kapitálu k 1. 1. 2011. Výpočet hodnoty vlastního kapitálu společnosti je naznačen v následující tabulce 4. 20 a v příloze 9.

Tab. 4. 20 Hodnota podniku MSA, a.s. metodou kapitalizovaných čistých výnosů

	1. fáze				2. fáze
	2011	2012	2013	2014	2015
EAT (čistý zisk)	31492,05	35719,65	41203,83	46749,10	52342,91
RE	26,36	24,94	25,26	25,82	26,30
Diskontní faktor	0,7914	0,6406	0,5088	0,3990	
Diskontovaný výsledek hospodaření	24922,48	22882,54	20965,27	18654,11	
hodnota 1. fáze	87 424				
pokračující hodnota	199 022				
hodnota 2. fáze	79 415				
hodnota podniku	166 839				

Zdroj: vlastní zpracování

Z předešlé tabulky 4. 20 vyplývá, že vypočtená hodnota k 1. 1. 2011 metodou kapitalizovaných čistých výnosů u podniku MSA, a.s. dosahuje částky **166 839 000 Kč**. Vypočtená hodnota vysoce převyšuje částku stanovenou účetní metodou ocenění.

5 ZHODNOCENÍ VÝSLEDKŮ

V této části diplomové práce bude provedeno shrnutí a zhodnocení výsledků strategické analýzy, finančního zdraví podniku a vybraných metod ocenění DCF, kapitalizovaných čistých výnosů a účetní metody.

Na začátku zhodnocení výsledků je nutné zdůraznit, že u větších podniků, jako je např. i MSA, a.s., by v praxi pravděpodobně neurčoval cenu jediný odhadce. V praxi jsou velké podniky zpravidla oceňovány experty a znaleckými ústavy, kdy je každý odhadce schopný využít svých znalostí v konkrétní záležitosti. Hodnota podniku pak dosahuje zcela jiných hodnot. Pro potřeby modelového případu oceňování podniku MSA, a.s. je tedy třeba tuto skutečnost brát v úvahu a přistoupit na určitou míru zjednodušení.

Při analýze makroprostředí jsme se zaměřili na vývoj inflace, míry nezaměstnanosti, daně právnických osob a vývoj kurzu koruny. Každý z těchto faktorů ovlivňuje podnik MSA, a.s. Na všechny tyto faktory zapůsobila ekonomická celosvětová krize, která probíhala především v roce 2008, doznívala pak i v roce 2009. U růstu HDP a inflace můžeme po roce 2009 sledovat zlepšující se tendence a odeznívání ekonomické krize. Míra nezaměstnanosti se však zvýšila i přes zlepšení ekonomické situace. Vývoj kurzu naznačuje spíše posilování koruny vůči euru i dolaru, což vede společnost MSA, a.s., která obchoduje převážně na zahraničních trzích, do nepříjemné situace, kdy se výrobek stává méně konkurence schopný na zahraničním trhu. Velikost daně z příjmů neovlivní výslednou hodnotu podniku, předpokládáme totiž zachování 19 % sazby na několik následujících let.

Při analýze mikroprostředí si podnik MSA, a.s. i celé strojírenské odvětví vede poměrně dobře. Podnik spadá do sekce C zpracovatelského průmyslu, sekce 28 výroba strojů a zařízení. CZ – NACE 28 se významně podílí na tržbách zpracovatelského průmyslu i počtu zaměstnanců. Všeobecně zaujímá strojírenství růstovou tendenci, avšak i strojírenské odvětví postihla celosvětová ekonomická krize, která stále doznívá.

K nejvíce uváděným ukazatelům finanční analýzy patří ukazatelé rentability. U podniku MSA, a.s. mají v čase spíše klesající tendenci, tyto však nemůžeme hodnotit kladně. Podle souhrnného modelu Altmanova Z-score sledujeme souhrnně zdraví a vývoj firmy v jednotlivých letech. Nepříjemná situace nastává v podniku v roce 2010, kdy spadá podnik do kategorie ohrožené vážnými finančními problémy. Částečně se podnik ještě vzpamatovává z celosvětové ekonomické krize. Kdyby však hodnoty vycházely i nadále nevhodně, je podnik opravdu ohrožen. Všechna tato data, i ta za nepříznivý rok 2010, ovlivnila finanční plánování

do dalších let a tím i celkové ocenění podniku MSA, a.s. Na základě těchto výsledků je možno vidět, že společnost MSA, a.s. je zisková a konkurenčně schopná firma ovšem s některými problémy. Podniku lze doporučit zaměření na velmi nízkou okamžitou likviditu, která má v konečném důsledku za následek velmi špatnou platební morálku podniku a tím neschopnost platit včas závazky svým dodavatelům. Dále by se MSA, a.s. měla soustředit na stabilnější vývoj ukazatelů, postupně snižovat svou zadluženost, která je poměrně vysoká a snažit se snižovat stavy nepotřebných zásob na skladech.

Při plánování hlavních položek výkazů se vycházelo především z analýzy trhu a analýzy výsledků společnosti MSA, a.s. Předpokládáme zlepšující se tendence nejen na trhu a v odvětví, ale i v samotném podniku.

Na základě těchto analýz a sestavení finančního plánu o budoucím hospodaření podniku, mohlo být provedeno samotné ocenění podniku MSA, a.s. pomocí výnosových metod k 1. 1. 2011. Bylo dosaženo různých výsledků ocenění, jak je naznačeno v následující tabulce. Účetní hodnotu podniku vnímáme spíše jako doplňující. Byla zjištěna z rozvahy společnosti k 1. 1. 2011.

Tab. 5. 1 Shrnutí oceňovacích metod

METODA	hodnota v tis. Kč
účetní hodnota podniku	75 099
DCF - entity	160 699
kapitalizace výnosů (analytická metoda)	166 840

Zdroj: vlastní zpracování

Nejnižší hodnota společnosti byla naměřena dle účetní metody založené na principu historických cen. Je vhodné znovu upozornit, že tato hodnota je pouze doplňková a nenaznačuje další výnosy podniku, které teprve vzniknou.

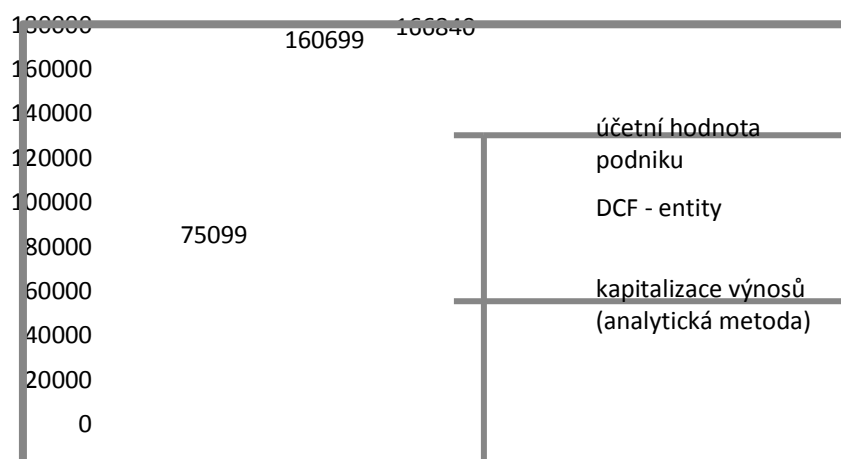
Nejvyšší hodnota podniku byla určena dvoufázovou metodou kapitalizace výnosů, která vychází z prognózy budoucích upravených výsledků hospodaření. MSA, a.s. byl oceněn touto metodou k 1. 1. 2011 na hodnotu 166 840 000,- Kč.

Další metodou, která byla na podnik použita, je metoda DCF – entity, jejíž výpočty vycházejí z budoucích peněžních toků společnosti. Firma MSA, a.s. byla touto metodou oceněna na částku 160 699 000,- Kč.

Pro výpočet metodou DCF i metodou kapitalizace výnosů byla použita dvoufázová metoda, kde se počítá s nekonečným trváním společnosti a rozdělením finančních toků firmy na dvě fáze. Výsledek zjištěné dvoufázovou metodou je daleko přesnější a reálnější, než počítat se stejným chováním společnosti po celé období.

Jak naznačuje následující graf (5. 1), obě metody použité pro výpočet hodnoty firmy vysoce převyšují účetní hodnotu podniku MSA, a.s. k datu 1. 1. 2011. Hodnota vypočtená metodou DCF převyšuje tu účetní o 85 600 tis. Kč, hodnota vypočtená metodou kapitalizace čistých výnosů přesahuje účetní hodnotu dokonce o 91 741 tis. Kč.

Graf 5. 1 Porovnání metod ocenění



Zdroj: vlastní zpracování

Zjištění celkové hodnoty podniku nebude příliš jednoznačné. Je třeba zvážit charakter jednotlivých metod, situaci oceňovaného podniku a kvalitu dostupných informací. V tomto případě byla považována za nedůležitější z vypočtených metod metoda diskontovaných peněžních toků s výslednou hodnotou 160 699 tis. Kč. Přesto propočty hodnoty podniku nemusí korespondovat s výslednou skutečnou hodnotou, za kterou by byl podnik skutečně prodán. Tato hodnota může být daleko vyšší.

Pokud by vlastníci podniku opravdu zvažovali prodej, je nasnadě využít expertního ocenění některou z institucí, která se oceněním zabývá. Jde o využití dražších, ale přesnějších a povolanějších institucí, jejichž odhad je již možné brát jako směrodatný.

6 ZÁVĚR

Diplomová práce byla věnována oceňování podniku výrobní společnosti. Jedná se o jednu z nejkompexnějších oblastí finančního řízení a rozhodování podniku. Proces v sobě zahrnuje nejprve strategickou analýzu, finanční analýzu, plánování výkazů a tyto kroky pak dále vedou k samotnému zjištění hodnoty společnosti. Metod, jak stanovit hodnotu podniku je mnoho. Neustále se zlepšují, zdokonalují, rozšiřují. Je třeba brát v úvahu i to, že každá metoda má své výhody a nevýhody a výsledná hodnota je pak dána i dalšími faktory – kvalitou dostupných informací, účelem ocenění či zvolenou technikou.

Cílem diplomové práce bylo zjištění hodnoty vybraného výrobního podniku MSA, a.s. k 1. 1. 2011 pomocí zvolených metod ocenění, především pomocí výnosové metody DCF – entity a metodou kapitalizace čistých výnosů. Jako doplňkový model byla pak vybrána metoda účetní hodnoty podniku. Podle výnosové metody DCF – entity byla hodnota oceňované společnosti stanovena k 1. 1. 2011 na úrovni 160 699 000,- Kč. Dle metody založené na kapitalizaci výnosů byla hodnota stanovena na částku 166 840 000,- Kč a dle účetní doplňkové metody byla hodnota vlastního kapitálu vypočtena na hodnotu 75 099 000,- Kč.

Metoda DCF – entity i metoda kapitalizace výnosů vysoce převyšují účetní hodnotu společnosti MSA, a.s. Jak již bylo výše zmíněno, tyto dvě použité metody jsou si poměrně blízké. Místo peněžních toků, které využívá metoda DCF, však používá metoda kapitalizace výnosů k výpočtu upravených budoucích výsledků hospodaření. I výsledky obou použitých metod jsou si poměrně blízké. Rozdíl mezi použitými metodami je 6 141 tis. Kč.

V závěru je třeba doporučit při opravdovém prodeji společnosti MSA, a.s. využít specializovanou instituci zabývající se oceňováním podniku a nechat hodnotu podniku expertně posoudit. Vypočtené hodnoty podniku jsou pouze orientační a pro potřeby diplomové práce poměrně zjednodušené.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

MONOGRAFIE

1. DAMODARAN, Aswaht. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2nd Ed. New York: Wiley & Sons, 2006. 685 s. ISBN 0-471-75121-9.
2. DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2008. 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6.
3. GRÜNWALD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Oeconomica, 2008. 180 s. ISBN 978-80-245-1108-5.
4. GÜNTHEROVÁ, Barbara. *Vyhodnocení finančního zdraví podniku*. Ostrava, 2010. Bakalářská práce. Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava, Fakulta ekonomická, Katedra podnikohospodářská.
5. KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179529-1.
6. KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. *Finanční analýza krok za krokem*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2005. 137 s. ISBN 80-7179-321-3.
7. KNÁPKOVÁ, Adriana a Drahomíra PAVELKOVÁ. *Finanční analýza*. Praha: Grada Publishing, a.s., 2010. 208 s. ISBN 978-80-247-3349-4.
8. MARINIČ, Pavel. *Plánování a tvorba hodnoty firmy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2008. 240 s. ISBN 978-80-247-2432-4.
9. MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 2. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress. 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

10. MAŘÍK, Miloš a Pavla Maříková. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
11. NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vydání. Praha: GRADA Publishing, a. s. 2002. 216 s. ISBN 80-247-0125-1.
12. RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2007. 120 s. ISBN 978-80-247-1386-1.
13. SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. 1. vyd. Brno: ComputerPress, 2007. 154 s. ISBN 978-80-251-1830-6.

INTERNETOVÉ ZDROJE

14. MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. MPO: *Panorama zpracovatelského průmyslu ze dne 20. března 2012*[online]. MPO [20. 3. 2012]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument102273.html>
15. ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. ČSÚ: *Hlavní makroekonomické údaje ze dne 1. dubna 2012* [online]. ČSÚ [1. 4. 2012]. Dostupné z: <http://www2.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/statistiky>
16. MSA, a.s. [online]. MSA, a.s. [15. 3. 2012]. Dostupné z: www.msa.cz

PODNIKOVÉ ZDROJE

17. Výroční zprávy společnosti MSA, a.s. za léta 2007, 2008, 2009 a 2010

SEZNAM ZKRATEK

A	aktiva
a. s.	akciová společnost
BU	bankovní úvěr
CA	celková aktiva
CF	cash flow (peněžní toky)
ČPK	čistý pracovní kapitál
ČV	čistý výnos
DCF	diskontované cash flow
d_f	diskontní faktor
DIV	dividenda
EAT	zisk po zdanění (čistý zisk)
EBIT	zisk před odečtením úroků a daní
EBT	zisk před zdaněním
EVA	ekonomická přidaná hodnota
FA	finanční analýza
FCF	volné peněžní toky
FCFF	volné peněžní toky do firmy
g	očekávaná míra růstu
H_n	hodnota podniku
HDP	hrubý domácí produkt
I	investice
i_k	kalkulovaná úroková míra
MVA	hodnota přidaná trhem
NOA	čistá operační aktiva
NOPAT	provozní hospodářský výsledek po zdanění
OA	oběžná aktiva
OBL	obligace

PH	pokračující hodnota
PP	peněžní prostředky
R_E	náklady vlastního kapitálu
R_F	bezriziková úroková míra
$R_{finstab}$	riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability
R_{LA}	riziková přírážka za velikost podniku
$R_{podnikatelské}$	riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko
R_U	celkový kapitál nezadlužené firmy
ROA	rentabilita celkového vloženého kapitálu
ROC	rentabilita nákladů
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROS	rentabilita tržeb
s. r. o.	společnost s ručením omezeným
T	délka fáze v letech
t	sazba daně
t	běžný rok
t-1	rok předchozí
TČV	trvalá velikost čistého výnosu
TS	daňový štít
UZ	úplatné zdroje
Ú	úrok
V	hodnota podniku
VK	vlastní kapitál
VH	výsledek hospodaření
w	váhy
WACC	celkové náklady kapitálu
$WACC_U$	celkový kapitál nezadlužené společnosti
Z	zisk

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- беру на vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne

.....
Bc. Barbara Kubíková

SEZNAM PŘÍLOH

- Příloha 1** Aktiva společnosti MSA, a.s. za sledované období 2007-2010 v tis. Kč
- Příloha 2** Pasiva společnosti MSA, a.s. za sledované období 2007 - 2010 v tis. Kč
- Příloha 3** Výkazy zisku a ztráty MSA, a.s. za sledované období 2007-2010 v tis. Kč
- Příloha 4** Plánovaná aktiva podniku MSA, a.s. pro roky 2011 – 2015 v tis. Kč
- Příloha 5** Plánovaná pasiva podniku MSA, a.s. pro roky 2011 – 2015 v tis. Kč
- Příloha 6** Plánované výkazy zisku a ztráty MSA, a.s. za roky 2011-2015 v tis. Kč
- Příloha 7** Výpočty poměrových ukazatelů v tis. Kč
- Příloha 8** Výpočty potřebné pro určení FCFF
- Příloha 9** Výpočty WACC a R_E
- Příloha 10** Výpočty metodou DCF a kapitalizovaných zisků